



BANCO CENTRAL EUROPEO
EUROSISTEMA

INFORME ANUAL 2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

2010

INFORME ANUAL
2010

BANCO CENTRAL EUROPEO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



INFORME ANUAL 2010

En el año 2011,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 100 euros.

© Banco Central Europeo, 2011

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Alemania

Apartado de correos

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Alemania

Teléfono

+49 69 1344 0

Internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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.

Fotógrafos:

*Andreas Bölcher
ESKQ
ISOCHROM.com
Robert Metsch
Walter Vorjohann*

La recepción de datos para elaborar este Informe se cerró el 25 de febrero de 2011.

ISSN 1561-4522 (edición impresa)
ISSN 1725-2873 (edición electrónica)

ÍNDICE

PRÓLOGO	11	3 BILLETES Y MONEDAS	123
CAPÍTULO I		3.1 Circulación de billetes y monedas y tratamiento del efectivo	123
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA		3.2 Falsificación de billetes y disuasión de falsificaciones	124
MONETARIA		3.3 Producción y emisión de billetes	125
1 DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	18	4 ESTADÍSTICAS	128
2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA	26	4.1 Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	128
Y ECONÓMICA	26	4.2 Otras innovaciones estadísticas	128
2.1 Entorno macroeconómico mundial	26	4.3 Necesidades estadísticas resultantes de la crisis financiera	129
2.2 Evolución monetaria y financiera	32	5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA	131
2.3 Evolución de los precios y costes	59	5.1 Áreas de investigación prioritarias y resultados alcanzados	131
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	69	5.2 Difusión de la investigación: publicaciones y conferencias	132
2.5 Evolución de las finanzas públicas	80	6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES	134
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	87	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	134
3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA		6.2 Funciones consultivas	134
EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE		6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Unión Europea y de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, y de los préstamos bilaterales mancomunados concedidos a la República Helénica	139
NO PERTENECIENTES A LA ZONA		6.4 Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	140
DEL EURO	92	CAPÍTULO 3	
CAPÍTULO 2		INCORPORACIÓN DE ESTONIA	
OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO		A LA ZONA DEL EURO	
BANCO CENTRAL		1 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	144
1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA,		EN ESTONIA	
OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES	104	2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN	148
DE INVERSIÓN	104	DEL EESTI PANK EN EL EUROSISTEMA	
1.1 Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes	104		
1.2 Operaciones en divisas y operaciones con otros bancos centrales	112		
1.3 Programa para los Mercados de Valores	114		
1.4 Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados	114		
1.5 Actividades de inversión	114		
2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN	117		
DE VALORES	117		
2.1 El sistema TARGET2	117		
2.2 TARGET2-Securities	119		
2.3 Procedimientos de liquidación de los activos de garantía	121		

3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL EESTI PANK EN EL EUROSISTEMA	150	CAPÍTULO 6 TAREAS RELACIONADAS CON EL FUNCIONAMIENTO DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO (JERS)	
4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESTONIA	151	1 MARCO INSTITUCIONAL	186
CAPÍTULO 4 ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS		2 ACTIVIDADES DE LA SECRETARÍA PREPARATORIA DE LA JERS	188
1 ESTABILIDAD FINANCIERA	156	3 APOYO ANALÍTICO, ESTADÍSTICO, LOGÍSTICO Y ADMINISTRATIVO A LA JERS	189
1.1 Seguimiento de la estabilidad financiera	156		
1.2 Mecanismos de estabilidad financiera	158	CAPÍTULO 7 ASUNTOS INTERNACIONALES	
2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS	161	1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL	194
2.1 Sector bancario	161	2 COOPERACIÓN CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE	198
2.2 Valores	162		
2.3 Contabilidad	163	CAPÍTULO 8 RENDICIÓN DE CUENTAS	
3 INTEGRACIÓN FINANCIERA	165	1 RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO	204
4 VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO	169	2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO	206
4.1 Sistemas de grandes pagos en euros y proveedores de servicios de infraestructuras	169		
4.2 Sistemas e instrumentos de pequeños pagos	171	CAPÍTULO 9 COMUNICACIÓN EXTERNA	
4.3 Compensación y liquidación de valores y derivados	171	1 POLÍTICA DE COMUNICACIÓN	210
4.4 Otras actividades	173	2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN	211
CAPÍTULO 5 ASUNTOS EUROPEOS		CAPÍTULO 10 MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES	
1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA	176	1 ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE	216
2 ASPECTOS INSTITUCIONALES	180	1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	216
3 MEJORA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA EN LA UE	181		
4 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE	183		

1.2 Consejo de Gobierno	217	ANEXOS	
1.3 Comité Ejecutivo	220		
1.4 Consejo General	222	INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE	276
1.5 Comités del Eurosistema/SEBC, Comité de Presupuestos, Conferencia de Recursos Humanos y Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema	223	DECRETOS ADOPTADOS POR EL BCE	280
1.6 Gobierno corporativo	224	CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	289
2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE	228	PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ	292
2.1 Gestión de los recursos humanos	228	PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO	297
2.2 Relaciones con el personal y diálogo social	229	GLOSARIO	298
2.3 Nueva sede del BCE	229	LISTA DE RECUADROS	
2.4 Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema	230	1 Medidas no convencionales adoptadas en 2010	19
2.5 Aspectos medioambientales	230	Gráfico Diferenciales de deuda pública en 2010 y principios de 2011	20
2.6 Gestión de los servicios de tecnologías de la información	231	2 Comparación de la evolución reciente de los préstamos de IFM al sector privado no financiero con episodios anteriores de declive y recuperación económica	36
3 CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS	232	Gráfico A Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM al sector privado no financiero en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990	37
4 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC	233	Gráfico B Crecimiento interanual del PIB real en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990	37
5 CUENTAS ANUALES DEL BCE	234	Gráfico C Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a los hogares en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990	38
Informe de gestión del ejercicio 2010	235		
Balance al 31 de diciembre de 2010	240		
Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2010	242		
Normativa contable	243		
Notas al balance	249		
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	264		
Informe del auditor externo	268		
Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	271		
6 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2010	272		

Gráfico D	Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a las sociedades no financieras en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990	39	5	La evolución de los precios de las materias primas y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC	62
3	Evolución de las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado en 2010	46	Gráfico A	Evolución de los precios de las materias primas	62
Gráfico A	Tasas de inflación implícitas y tipos <i>swap</i> indicados con la inflación	46	Cuadro	Transmisión de los precios del crudo a los precios de la energía del IAPC	64
Gráfico B	Variaciones de las tasas de inflación implícitas y del rendimiento nominal y real en 2010	47	Gráfico B	Materias primas industriales y precios industriales de los bienes intermedios	64
Gráfico C	Descomposición de las tasas de inflación implícitas <i>forward</i> a largo plazo basada en un modelo de estructura temporal	47	6	Comportamiento de los hogares de la zona del euro en materia de ahorro	71
Gráfico D	Tasas de inflación implícitas <i>forward</i> a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro y Estados Unidos	47	Gráfico A	Renta, consumo y ahorro de los hogares	71
4	Interpretación de indicadores basados en encuestas de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a las empresas	55	Gráfico B	Riqueza financiera neta de los hogares	73
Gráfico A	Cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas	56	7	Evolución reciente del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos: principales diferencias y perspectiva histórica	76
Gráfico B	Disponibilidad de préstamos bancarios a empresas de la zona del euro	57	Gráfico	Evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos	77
Gráfico C	Regímenes restrictivos y expansivos en lo que respecta a los criterios de aprobación de los préstamos y criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro	58	Cuadro	Indicadores del mercado de trabajo de la zona del euro y Estados Unidos	79
			8	Costes y beneficios macroeconómicos de los procesos de consolidación fiscal	85
			9	Repercusiones estadísticas de la ampliación de la zona del euro para incluir a Estonia	147
			10	La red de investigación del SEBC sobre estudios macroprudenciales	190

LISTA DE CUADROS

1	Evolución de los precios	61
2	Indicadores de costes laborales	67
3	Composición del crecimiento del PIB real	69
4	Evolución del mercado de trabajo	75
5	Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países de la zona	81
6	Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro	83

7	Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	92	a largo plazo	42
8	Inflación medida por el IAPC en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	94	13 Diferenciales de deuda pública de algunos países de la zona del euro	45
9	Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	95	14 Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro	45
10	Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	96	15 Principales índices bursátiles	48
11	Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	99	16 Préstamos concedidos por las IFM a los hogares	50
12	Flujos de pagos en TARGET2	118	17 Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras	51
13	Asignación de la producción de billetes en euros en 2010	126	18 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares	52
14	Principales indicadores económicos de Estonia	144	19 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	52
			20 Financiación externa de las sociedades no financieras, por instrumento	54
			21 Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro	54
			22 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras	59
			23 Principales componentes del IAPC	60
			24 Contribuciones de los principales componentes al IAPC	61
			25 Detalle de los precios industriales	66
			26 Remuneración por asalariado, por sectores	67
			27 Costes laborales en la zona del euro	68
			28 Descomposición del deflactor del PIB	68
			29 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	69
			30 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	70
			31 Indicadores de confianza	71
			32 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones	75
			33 Desempleo	76
			34 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro	84
			35 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas	87

LISTA DE GRÁFICOS

1	Tipos de interés del BCE y tipo de interés del euro a un día	18
2	Tipos de interés desde la intensificación de la crisis financiera	19
3	Indicadores económicos de las principales economías industrializadas	26
4	Evolución de los precios de las materias primas	31
5	M3 y préstamos al sector privado	32
6	Principales componentes de M3	33
7	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario	33
8	Depósitos por sectores	34
9	Contrapartidas de M3	35
10	EUREPO, EURIBOR y <i>swap</i> del EONIA, a tres meses	41
11	Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día	41
12	Rendimiento de la deuda pública	

36	Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)	88
37	Balanza por cuenta corriente y sus componentes	89
38	Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales	89
39	Inversiones directas y de cartera de la zona del euro	90
40	Principales partidas de la cuenta financiera	91
41	Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II	97
42	Evolución frente al euro de las monedas de la UE que no participan en el MTC II	97
43	Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA	104
44	Factores de liquidez en la zona del euro en 2010	106
45	Saldo vivo de las operaciones de política monetaria	107
46	Activos de garantía admitidos, por tipo de activo	109
47	Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y crédito vivo de las operaciones de política monetaria	110
48	Detalle de los activos utilizados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo	111
49	Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2010	123
50	Importe de los billetes en euros en circulación entre 2002 y 2010	123
51	Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2010, por denominaciones	124
52	Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre 2002 y 2010	125
53	Distribución de billetes falsos en euros en 2010, por denominaciones	125

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Banco Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CDS	Seguro de riesgo de crédito (<i>Credit Default Swap</i>) importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
DEG	Derechos Especiales de Giro
EUR	Euro
EEE	Espacio Económico Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico (<i>European Systemic Risk Board</i>)
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
PMI	Índice de directores de compras (<i>Purchasing Managers Index</i>)
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEPA	Zona Única de Pagos en Euros (<i>Single Euro Payments Area</i>)
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

De acuerdo con la práctica de la Comunidad, los Estados miembros de la UE se enumeran en este Informe en el orden alfabético de sus nombres en las respectivas lenguas nacionales.

Salvo indicación en contrario, todas las referencias en este Informe a los números de los artículos del Tratado corresponden a la numeración vigente desde que el Tratado de Lisboa entró en vigor el 1 de diciembre de 2009.

PRÓLOGO



En 2010, la política monetaria operó en un entorno caracterizado por la recuperación económica en la zona del euro, por un lado, y por la persistencia de las tensiones en los mercados financieros, por otro. La recuperación de la economía real en 2010 resultó ser algo más sólida de lo previsto. Ello se debió, en parte, a la recuperación de la economía mundial, si bien la evolución interna de la zona también contribuyó a que se mantuviera la dinámica positiva de la economía. En conjunto, el PIB real de la zona del euro creció en torno a un 1,7% en 2010, tras una contracción del 4,1% en 2009. Por lo que respecta a los precios, las tasas de inflación aumentaron a lo largo de 2010, a causa principalmente de las subidas de los precios mundiales de las materias primas. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas subyacentes internas siguieron siendo moderadas. En consecuencia, la tasa media de inflación interanual se elevó hasta el 1,6% en 2010, desde el 0,3% de 2009.

En este contexto, en 2010 y a principios de 2011 el Consejo de Gobierno mantuvo el tipo de interés

de las operaciones principales de financiación en el mínimo histórico del 1% establecido en mayo de 2009. Esta decisión fue coherente con la valoración de que en 2010 las perspectivas de inflación a medio plazo continuaban siendo compatibles con la estabilidad de precios. Así pues, se consideró que ni las expectativas de crecimiento más favorables ni la dinámica de la inflación a corto plazo constituían una amenaza para la estabilidad de precios en el medio plazo. La evolución de los agregados monetarios y crediticios confirmó la valoración de que las presiones inflacionistas, más allá del corto plazo, seguirían siendo moderadas. Las expectativas de inflación permanecieron firmemente ancladas, 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, lo que se plasma de manera favorable en el alto grado de credibilidad de la política monetaria del BCE.

Por lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Eurosistema en respuesta a la crisis financiera, la mejora de la situación de los mercados financieros en 2009 y en los primeros meses de 2010 permitió al BCE reducir su función de intermediación. En mayo resurgieron con intensidad las tensiones financieras, lo que podría considerarse resultado de la creciente preocupación de los mercados por la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en Grecia, con evidentes signos de contagio que afectaron a otros mercados de deuda pública de la zona del euro. La liquidez en esos segmentos del mercado secundario de deuda de la zona se agotó. Además, las revisiones de las calificaciones crediticias y el descenso de los precios conllevaron frecuentes ajustes de los márgenes de garantía y la revalorización a la baja de los activos del sistema bancario, que dieron lugar a reducciones súbitas y acusadas del valor de los activos de garantía de las entidades. Finalmente, los mercados privados de cesiones temporales también se vieron afectados. Los diferenciales del mercado monetario se ampliaron de nuevo, al tiempo que descendieron los volúmenes en el mercado

a un día, aumentaron los diferenciales entre los precios de compra y de venta, y tanto el mercado de bonos garantizados como el mercado de renta fija privada se vieron afectados. En respuesta, el Consejo de Gobierno reintrodujo algunas de las medidas no convencionales ya retiradas o que se había planeado retirar. Concretamente, el Eurosistema decidió mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OFPML regulares con vencimiento a tres meses durante el período comprendido entre finales de mayo y finales de diciembre, y anunció una nueva operación de financiación con vencimiento a seis meses y adjudicación plena, que se realizó en mayo de 2010. Además, se reactivaron las líneas *swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos para la provisión de liquidez con carácter temporal y se puso en marcha un Programa para el Mercado de Valores. Este programa ha permitido al Eurosistema intervenir en los mercados de deuda para ayudar a restablecer un funcionamiento más apropiado del mecanismo de transmisión de la política monetaria en los segmentos del mercado con comportamiento disfuncional. Los efectos sobre la liquidez derivados de estas compras se han neutralizado totalmente mediante operaciones de absorción de liquidez semanales.

Por lo que respecta a la reforma financiera, en 2010 se han adoptado importantes medidas para aumentar la capacidad de resistencia del sector financiero. A nivel global, el ambicioso programa de trabajo acordado por los ministros y gobernadores del G 20 imprimió el impulso necesario para alcanzar los hitos logrados. El acuerdo al que llegó el Comité de Basilea, aprobado por el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión, sobre el paquete de medidas denominado Basilea III refuerza sustancialmente los requerimientos de capital y de liquidez exigidos a las entidades de crédito y constituye un elemento clave del nuevo marco prudencial. El BCE respalda plenamente el nuevo marco y considera que la gradual puesta en práctica de Basilea III debería ser una prioridad fundamental.

Otra línea de trabajo importante para reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero ha sido la labor realizada por el Consejo de Estabilidad Financiera para desarrollar un marco integrado que permita reducir los riesgos y las externalidades asociados a las instituciones financieras de importancia sistémica. El BCE, en su calidad de miembro del Consejo de Estabilidad Financiera, considera importante la creación de un marco apropiado que garantice un alto grado de coherencia internacional y, por lo tanto, promueva el trato equitativo y minimice el riesgo de arbitraje regulatorio.

La reforma del marco para la prevención, gestión y resolución de crisis cobró impulso en 2010. Esta reforma tiene por objeto implantar un nuevo marco de coordinación de políticas en la UE y mejorar el régimen normativo de la UE. El BCE ha contribuido de forma activa a esta tarea y el Eurosistema ha respaldado el desarrollo de un marco de resolución de crisis en la UE.

El establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) el 16 de diciembre de 2010 constituyó un hito importante en términos del aprovechamiento en Europa de las enseñanzas extraídas de la crisis. La JERS se encargará de la supervisión macroprudencial en la UE y será responsable de identificar, analizar y priorizar los riesgos sistémicos, así como de formular alertas y recomendaciones, según el principio de «actúa o explica». Junto con las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES) y los supervisores nacionales, la JERS forma parte del nuevo Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF). El BCE asumirá las funciones de Secretaría y proporcionará apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la JERS. Las labores preparatorias para el establecimiento de la JERS comenzaron en el BCE con la constitución de la Secretaría Preparatoria de la JERS el 1 de marzo de 2010. El órgano rector de la JERS celebró su primera reunión el 20 de enero de 2011.

El BCE siguió contribuyendo a las iniciativas principales adoptadas en materia de política y de regulación encaminadas a mejorar la

estabilidad de las infraestructuras de los mercados financieros, especialmente en lo que respecta a los derivados OTC. En abril de 2010, el BCE publicó un informe sobre las lecciones aprendidas de la crisis financiera en relación con el funcionamiento de las infraestructuras de los mercados financieros europeos. Además, los bancos centrales realizaron una evaluación de los sistemas de pago de importancia sistémica que mostró que los operadores de los respectivos sistemas disponen de mecanismos de continuidad de negocio y de comunicación en caso de crisis con un elevado nivel de calidad. Por otro lado, el BCE continuó actuando como catalizador de las actividades del sector privado, facilitando la acción colectiva. Por lo que se refiere a la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), el BCE apoyó firmemente el trabajo de los legisladores europeos para dar el impulso necesario a la finalización del proyecto SEPA. La normativa prevista por la que se establecen unas fechas límite para la migración a la SEPA, en la cual dejarán de utilizarse los instrumentos de pago nacionales, es de capital importancia para que la SEPA inicie su andadura a su debido tiempo y con total fluidez.

En el ámbito de los servicios prestados por los bancos centrales, el Eurosistema gestiona el sistema de grandes pagos TARGET2. La plataforma única de TARGET2 facilita la liquidación bruta en tiempo real de las operaciones en euros y permite a 23 bancos centrales de la UE y a sus respectivas comunidades de usuarios beneficiarse de los mismos servicios integrales y avanzados. En 2010 se realizaron progresos significativos en el programa del Eurosistema para un nuevo sistema multidivisa de liquidación de valores, denominado TARGET2-Securities (T2S). A lo largo del año se avanzó en varios aspectos clave del programa o se acabaron de definir otros, como, por ejemplo, la decisión sobre la política de precios y el establecimiento de una estructura de gobierno que determina de qué manera el Eurosistema, los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro, los depositarios centrales de valores y los participantes en el mercado podrán participar en el futuro desarrollo

y funcionamiento de T2S. También se realizaron avances en la creación de una plataforma única (CCBM2) para la movilización de los activos de garantía en el Eurosistema. Con este sistema, cuya puesta en marcha está prevista para 2013, el Eurosistema podrá ofrecer una gestión eficiente de los activos de garantía y óptima en términos de costes, y prestar mejores servicios de gestión de la liquidez a las entidades de contrapartida del Eurosistema.

Por lo que se refiere a la organización del BCE, a final de 2010 la plantilla del BCE en términos de empleos equivalentes de jornada completa ascendía a 1.421,5, frente a 1.385,5 a final de 2009. Este aumento se explica, básicamente, por las nuevas funciones asignadas al BCE en relación con la Secretaría de la JERS y con el apoyo prestado a la JERS de forma más general. El personal del BCE procede de los 27 Estados miembros de la UE y se contrata mediante procesos abiertos de selección para cubrir vacantes, cuyo anuncio se publica en el sitio web del BCE. En el año 2010, en el marco de la política de movilidad del BCE, 204 miembros del personal cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, 8 empleados se acogieron al programa de experiencia laboral externa en otros organismos y se concedieron excedencias a otros 36 empleados para la realización de estudios, para incorporarse a otras organizaciones o por motivos personales. La adquisición y el desarrollo continuos de competencias profesionales por parte de todos los empleados del BCE siguieron siendo un elemento fundamental en la estrategia de recursos humanos del BCE.

El BCE centró su cultura corporativa en la diversidad y la ética profesional, manifestando públicamente su firme compromiso con la diversidad. En 2010 entró en vigor una nueva versión del Código Ético para el personal del BCE.

El acto de colocación de la primera piedra marcó, el 19 de mayo de 2010, el inicio oficial de los

trabajos de construcción de la nueva sede del BCE. A principios de 2010 concluyeron con éxito los procedimientos de licitación y se formalizaron contratos de obras que representaban en torno al 80% de los costes de construcción estimados, con arreglo al presupuesto previsto. Se prevé que la construcción de la nueva sede concluya a finales de 2013.

En lo relativo a la cuentas financieras, el BCE registró un superávit de 1,33 mm de euros en 2010, frente al superávit de 2,22 mm de euros contabilizado en 2009. El Consejo de Gobierno decidió transferir, a 31 de diciembre de 2010, un importe de 1,16 mm de euros a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, elevándola hasta su límite máximo de 5,18 mm de euros, que es el valor del capital del BCE desembolsado hasta la citada fecha por los BCN de la zona del euro. El importe de esta provisión se revisa anualmente. El resultado neto del BCE en 2010, después de la transferencia a la provisión, fue de 170 millones de euros, cantidad que se distribuyó a los BCN de la zona del euro en proporción a su participación en el capital desembolsado del BCE.



Jean-Claude Trichet



La nueva sede del BCE: vista desde el este, con el centro de la ciudad de Fráncfort del Meno al fondo.

CAPÍTULO I

**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA MONETARIA**

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2010, el Eurosistema tuvo que hacer frente, una vez más, a un entorno muy difícil, con renovadas tensiones en los mercados financieros. En algunos mercados de renta fija de la zona del euro se observaron tensiones muy agudas, especialmente a partir de mayo de 2010, como consecuencia de la crisis de la deuda soberana. Entre los aspectos positivos, las perspectivas de inflación siguieron siendo moderadas, sin que se registraran presiones deflacionistas ni inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La inflación, medida por el IAPC, aumentó gradualmente a lo largo del año, y se situó, en promedio, en el 1,6% en 2010, frente al 0,3% de 2009. La evolución del crecimiento económico fue relativamente favorable, especialmente considerando la grave recesión económica registrada en 2009; los datos y las encuestas publicados a lo largo del año indicaron, en general, unos resultados económicos algo mejores de lo previsto. En este contexto, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la orientación acomodaticia que se había dado a la política monetaria y, por lo tanto, mantuvo sin variación los tipos de interés oficiales del BCE en los mínimos históricos alcanzados en mayo de 2009. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 1% durante todo 2010, el tipo de

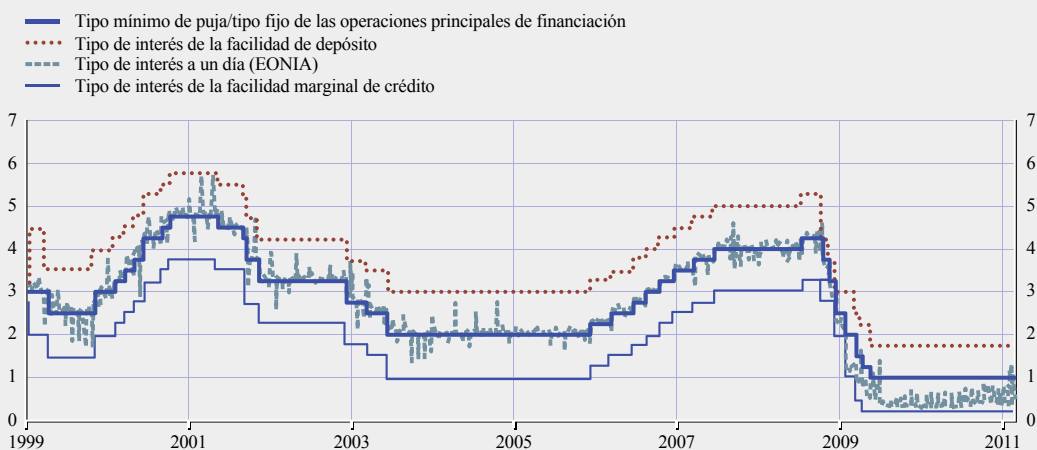
interés de la facilidad de depósito en el 0,25% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% (véase gráfico 1).

Examinando con más detalle la evolución de los tipos de interés a partir de la agudización de la crisis financiera que se produjo a raíz de la quiebra de la institución financiera estadounidense Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, cabe destacar algunas fechas clave que marcan el inicio de una nueva fase en la crisis financiera (véase gráfico 2).

La evolución positiva del funcionamiento del mercado monetario a lo largo de 2009 preparó el camino para ir retirando gradualmente en los primeros meses de 2010 algunas de las medidas no convencionales que se habían adoptado para potenciar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, en mayo de 2010 se inició un nuevo episodio de crisis. Con el aumento de la inquietud en los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, los mercados de renta fija de estos países comenzaron a presentar un comportamiento altamente disfuncional. Considerando el papel que desempeñan los mercados de deuda pública en el mecanismo de transmisión de la política

Gráfico 1 Tipos de interés del BCE y tipo de interés del euro a un día

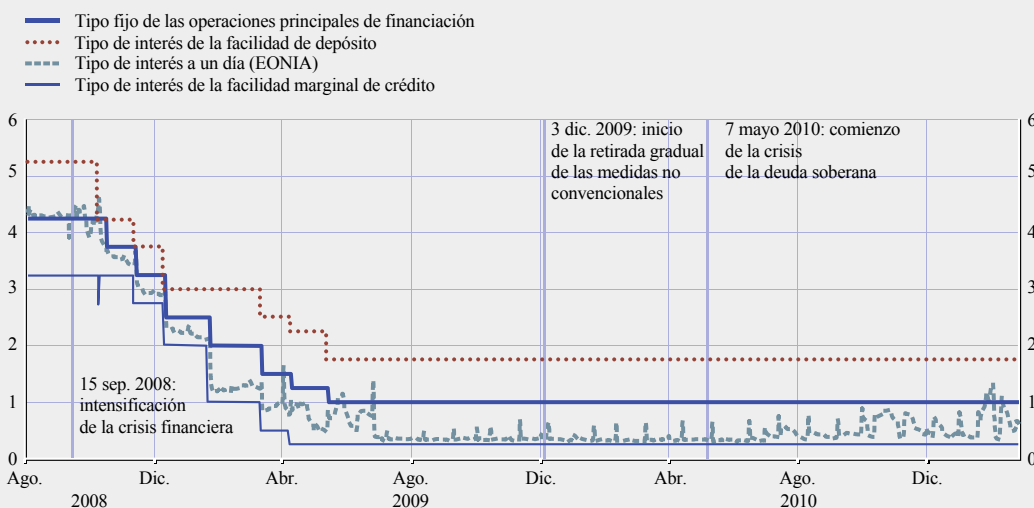
(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 2 Tipos de interés desde la intensificación de la crisis financiera

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

monetaria, el BCE puso en marcha el Programa para los Mercados de Valores y reintrodujo algunas de las medidas no convencionales que había eliminado en los meses anteriores (véase recuadro 1). El Programa, al igual que todas las otras medidas no convencionales

adoptadas desde octubre de 2008 durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros, es por su diseño de carácter temporal y plenamente coherente con el mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

Recuadro 1

MEDIDAS NO CONVENCIONALES ADOPTADAS EN 2010¹

Las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE han constituido una respuesta extraordinaria a unas circunstancias excepcionales. Estas medidas son, por su propio diseño, de carácter transitorio. De hecho, a comienzos de 2010, algunas de esas medidas que ya no resultaban necesarias fueron retiradas gradualmente, según había decidido el Consejo de Gobierno en diciembre de 2009, en vista de la mejora de la situación en los mercados financieros y de la evidencia de que el mecanismo de transmisión de la política monetaria estaba funcionando de nuevo con mayor normalidad. Concretamente, el Consejo de Gobierno decidió, en diciembre de 2009, que la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a doce meses correspondiente a ese mes sería la última que se ejecutaría con ese plazo de vencimiento, que solo se realizaría una OFPML a seis meses (en marzo de 2010) y que dejarían de realizarse OFPML complementarias a tres meses. Además, en coordinación con otros bancos centrales, el BCE dejó de realizar operaciones temporales de provisión de liquidez en divisas en febrero de 2010. Asimismo, en marzo de 2010 se decidió volver al procedimiento de subasta a tipo de

¹ Véase más información sobre la respuesta del BCE a la crisis financiera, desde el inicio de la crisis hasta primeros de septiembre de 2010, en el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

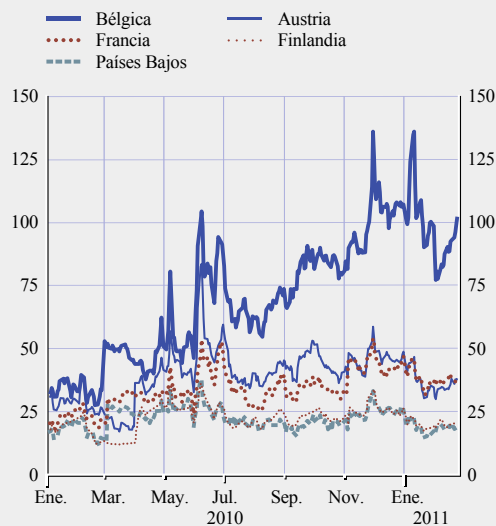
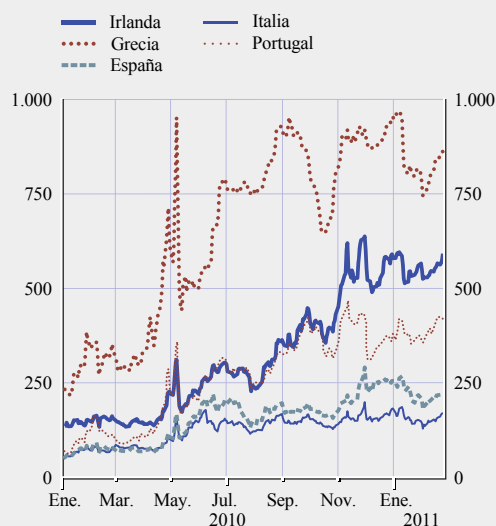
interés variable en las OFPML a tres meses. Por último, en junio de 2010, se concluyó el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados, que se había iniciado en mayo de 2009 para un período de un año, después de que el Eurosistema adquiriera, según lo proyectado, bonos garantizados de la zona del euro denominados en euros por importe de 60 mm de euros. Al mismo tiempo, se mantuvieron operativos otros elementos de la política de apoyo reforzado al crédito adoptada por el BCE, como el uso del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación.

En la primavera de 2010 reaparecieron las tensiones en determinados segmentos de los mercados financieros, en particular, en algunos mercados de deuda pública de la zona del euro. Los diferenciales de la deuda pública a diez años de algunos países de la zona con respecto a los bonos alemanes comenzaron a aumentar muy rápidamente (véase gráfico). Este aumento tuvo su origen, principalmente, en la mayor inquietud de los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro en vista del aumento creciente de los déficits públicos y de la deuda pública. La ampliación de los diferenciales se aceleró en abril y comienzos de mayo de 2010, alcanzando los días 6 y 7 de mayo niveles sin precedentes desde el inicio de la UEM². Todo ello condujo a los Gobiernos de la zona del euro a anunciar un conjunto de medidas de amplio alcance, incluida la creación, el 9 de mayo, de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

En este contexto, el 10 de mayo de 2010, el Eurosistema anunció la puesta en marcha de su Programa para los Mercados de Valores. En el marco de este programa, el Eurosistema puede realizar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro a fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos del mercado que muestren un comportamiento disfuncional y restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de

Diferenciales de deuda pública en 2010 y principios de 2011

(puntos porcentuales)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Los diferenciales reflejan el rendimiento de la deuda pública a diez años frente al rendimiento del bono alemán. No se dispone de datos comparables para los países de la zona del euro que no figuran en el gráfico.

² Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución de los mercados financieros a principios de mayo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

transmisión de la política monetaria. Los mercados de deuda pública desempeñan un papel esencial en el proceso de transmisión de dicha política a través de los siguientes canales:

- Los tipos de interés de la deuda pública suelen ser uno de los principales factores determinantes de los tipos de interés que las sociedades financieras y las sociedades no financieras tienen que pagar cuando emiten sus bonos y obligaciones («canal de precios»). Cuando los mercados de renta fija se ven afectados por fuertes perturbaciones, los tipos de interés a corto plazo del banco central ya no se trasladan en grado apropiado a los tipos de interés a más largo plazo relevantes para las decisiones de los hogares y las empresas ni, por lo tanto, a los precios.
- Los precios significativamente más bajos de la renta fija que implican los tipos de interés a más largo plazo mucho más altos como consecuencia de las perturbaciones en los mercados de renta fija causan notables pérdidas en las carteras de los sectores financiero y no financiero; ello reduciría la capacidad de las entidades de crédito para proporcionar préstamos a la economía («canal del balance»).
- La liquidez excepcionalmente baja de los mercados de deuda pública limitaría la utilización de bonos del Estado como garantía en las operaciones de financiación, dificultando, por ende, la provisión de préstamos por parte de las entidades de crédito («canal de liquidez»).

Así pues, la decisión de comenzar a intervenir en los mercados de renta fija se adoptó a fin de mantener la transmisión adecuada de la política monetaria a la economía real en la zona del euro, haciendo frente al mal funcionamiento de algunos segmentos de los mercados de valores. De conformidad con las disposiciones del Tratado, todas las compras de deuda pública por parte del Eurosistema se han limitado estrictamente a los mercados secundarios.

Tras las declaraciones de los Gobiernos de la zona del euro y del BCE el 9 y el 10 de mayo de 2010, las tensiones en los mercados financieros remitieron durante un breve período, tras el cual los diferenciales comenzaron a aumentar de nuevo en varios países durante el resto del año.

El aumento de liquidez generado por las adquisiciones de bonos realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores se esteriliza totalmente mediante operaciones destinadas a reabsorber dicho aumento, ya que el objetivo del programa no es inyectar liquidez adicional al sistema bancario. El programa no afecta al nivel general de liquidez ni a los tipos de interés de mercado (en otras palabras, a la orientación de la política monetaria) y, por consiguiente, no presenta riesgos inflacionistas. A finales de 2010, el Eurosistema había realizado intervenciones en los mercados de bonos por importe de 73,5 mm de euros y había absorbido liquidez en el mercado monetario exactamente por el mismo importe.

Además de poner en marcha esta nueva medida no convencional, el 3 de mayo de 2010 el BCE suspendió la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia exigible para los activos de garantía respecto a los bonos emitidos o garantizados por el Gobierno griego, una vez concluido el programa conjunto de la UE y del FMI para Grecia. Asimismo, a principios de mayo reintrodujo algunas de las medidas no convencionales que habían sido retiradas con anterioridad, a fin de evitar la propagación de externalidades negativas de los mercados de deuda soberana nacionales a otros mercados financieros. Existía el riesgo de que el normal funcionamiento

de los mercados pudiera verse obstaculizado, especialmente el vínculo inicial del mecanismo de transmisión de la política monetaria entre el banco central y las entidades de crédito. A su vez, ello podría haber afectado seriamente a la capacidad de estas últimas, que son la principal fuente de financiación en la zona del euro, para proporcionar crédito a la economía real. Concretamente, el Eurosistema reintrodujo el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OFPML a tres meses ordinarias del período que se inició a finales de mayo y, en ese mismo mes, se realizó una nueva operación de financiación a seis meses con adjudicación plena. También se reanudaron los acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con la Reserva Federal.

Habida cuenta de la persistencia de las tensiones en algunos segmentos del mercado de deuda pública y de la elevada incertidumbre, el Consejo de Gobierno decidió, en sus reuniones de septiembre y diciembre de 2010, que todas las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema que se adjudicaran en el último trimestre de 2010 y el primero de 2011 seguirían realizándose por el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas OFPML se fijaron en la media de los tipos de interés aplicados en las operaciones principales de financiación realizadas a lo largo del plazo respectivo de cada una de las OFPML. Durante 2010, las operaciones principales de financiación se efectuaron a tipo fijo con adjudicación plena.

Tras la fuerte contracción experimentada en 2008-2009, la zona del euro comenzó a registrar de nuevo un crecimiento positivo a finales de 2009, que continuó en 2010. En el primer semestre de 2010, las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real fueron mejores de lo previsto, debido en parte al apoyo considerable de los estímulos fiscales y la política monetaria acomodaticia, así como al repunte de la actividad económica mundial. Conforme a las expectativas, el crecimiento económico se moderó ligeramente en el segundo semestre del año, mientras que el ritmo subyacente de la recuperación económica en la zona del euro continuó siendo positivo. En conjunto, el PIB real de la zona creció en torno a un 1,7% en 2010, tras una contracción del 4,1% en 2009.

Las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas en 2010, observándose cierta presión al alza a finales del año y a comienzos de 2011. La tasa media de inflación interanual se situó, en 2010, en el 1,6%. No obstante, ha de prestarse atención a la evolución mensual de las tasas interanuales. La inflación interanual, medida por el IAPC, aumentó gradualmente en 2010, desde un mínimo del 0,9% en febrero hasta el 2,2% en diciembre. Este incremento gradual reflejó, principalmente, la evolución de

los precios de las materias primas, impulsados por la recuperación económica mundial y por efectos de base. Las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas tanto en el comportamiento de los mercados como en las encuestas siguieron estando, en general, ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque cercanas a este nivel, en el medio plazo.

El ritmo de expansión monetaria en la zona del euro aumentó gradualmente en 2010. Sin embargo, el crecimiento del agregado M3 siguió siendo bajo, situándose en promedio en el 0,6% en 2010, lo que confirma la valoración de que el ritmo subyacente de expansión monetaria fue moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo estuvieron contenidas. El análisis monetario que ha servido de base para analizar y evaluar la evolución monetaria y crediticia ha incorporado importantes mejoras a lo largo del tiempo y así se ha profundizado en la estrategia de política monetaria del BCE orientada al medio plazo¹.

¹ Para más información, véase el artículo titulado «Cómo mejorar el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010, y L. Papademos y J. Stark, *Enhancing monetary analysis*, BCE, octubre de 2010.

RECUPERACIÓN ECONOMICA GRADUAL Y RETIRADA DE ALGUNAS DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

Examinando con más detalle las decisiones de política monetaria adoptadas en 2010, se observa que la información y los análisis disponibles a comienzos del año indicaban que ya se estaba produciendo una recuperación económica moderada en la zona del euro, respaldada en parte por factores transitorios y, además, que la recuperación probablemente sería desigual. Concretamente, las tasas de crecimiento económico y la inflación divergían ligeramente de unos países a otros, aunque en menor medida que en 2009. La divergencia tenía su origen, principalmente, en los procesos de reequilibrio que se estaban desarrollando en la zona del euro y que reflejaban los perfiles de crecimiento insostenibles observados en algunos países antes de la crisis.

Las previsiones y las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro prácticamente no experimentaron variación en la primavera de 2010. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE correspondientes a marzo de 2010 indicaban que el crecimiento interanual del PIB real se situaría en un rango entre el 0,4% y el 1,2% en 2010 y entre el 0,5% y el 2,5% en 2011. Se esperaba que la evolución de los precios seguiría siendo moderada durante el período considerado y que la inflación, medida por el IAPC, se situaría entre el 0,8% y el 1,6% en 2010 y entre el 0,9% y el 2,1% en 2011.

Al confrontar los resultados del análisis económico con las señales del análisis monetario se siguió confirmando la valoración de que las presiones inflacionistas a medio plazo serían poco intensas. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continuaron siendo reducidas, aunque la tasa de crecimiento del dinero registró, en cierta medida, una caída mayor que la desaceleración efectiva del ritmo subyacente de expansión monetaria, por efecto de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos que dio lugar a desplazamientos fuera de M3.

A principios de 2010, el Consejo de Gobierno comenzó a retirar gradualmente medidas de estímulo de la liquidez que ya no eran tan necesarias como en el pasado, conforme a las decisiones adoptadas en diciembre de 2009. Concretamente, se redujo el número de operaciones de financiación a plazo más largo. Estas decisiones se tomaron en un contexto de mejora de las condiciones en los mercados financieros, incluido el mercado monetario, a lo largo de 2009. No obstante, el Eurosistema siguió proporcionando un apoyo de liquidez de carácter extraordinario al sistema bancario de la zona del euro, facilitando la provisión de crédito a la economía de la zona en un clima de persistente incertidumbre. Como resultado, el tipo de interés a un día se mantuvo en niveles próximos al de la facilidad de depósito, como venía ocurriendo desde la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en octubre de 2008. Anteriormente, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación había determinado, en gran medida, los tipos de interés del mercado monetario a muy corto plazo.

LA CRISIS EN ALGUNOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA A PARTIR DE MAYO DE 2010

Los elevados déficits públicos, las ratios de deuda pública con respecto al PIB en rápido aumento y los pasivos contingentes crecientes asociados a las garantías otorgadas a entidades de crédito crearon las condiciones para que se reintensificara la crisis financiera. Hacia finales de 2009 y principios de 2010 ya se habían acumulado tensiones en los mercados, si bien culminaron a comienzos de mayo de 2010 cuando los diferenciales de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro con respecto al bono alemán alcanzaron niveles nunca vistos desde la introducción del euro. Este fue, especialmente, el caso de la deuda pública griega, cuyos diferenciales de rendimiento se elevaron hasta niveles muy altos en comparación con el bono alemán utilizado como referencia, aunque también se vieron afectados los rendimientos de los bonos de algunos otros Gobiernos. En vista del papel que desempeñan los mercados de deuda pública en el mecanismo de transmisión

de la política monetaria a la economía y, en última instancia, a los precios, el BCE puso en marcha su Programa para los Mercados de Valores, que permite al Eurosistema comprar valores de renta fija públicos y privados.

La evolución macroeconómica en el primer semestre de 2010 fue más favorable de lo previsto, a pesar del impacto de la crisis de la deuda soberana. Esta evolución positiva dio lugar, en general, a notables revisiones al alza de las previsiones y las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro publicadas más adelante en el año, incluidas las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2010. Al mismo tiempo, para el resto del año se preveían tasas de crecimiento algo menores, aunque con un dinamismo subyacente positivo. En las proyecciones de los expertos del BCE correspondientes a septiembre de 2010, se preveían tasas de crecimiento interanual del PIB real del 1,4% al 1,8% en 2010 y del 0,5% al 2,4% en 2011, lo que supuso una sustancial revisión al alza de las cifras de 2010 en comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de ese año, cuyas proyecciones de crecimiento se situaban entre el 0,7% y el 1,3% para 2010.

La mejora de la situación macroeconómica vino acompañada de una evolución más favorable del crédito. En el otoño de 2010 se hizo cada vez más patente que, en los meses anteriores del año, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado había alcanzado ya un punto de inflexión. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares ya había llegado a ese punto en el tercer trimestre de 2009, en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual no se tornó menos negativa hasta finales de 2010. Esta dinámica fue, en general, coherente con la respuesta retardada de la evolución de los préstamos a las sociedades financieras a la actividad económica durante el ciclo económico observada en ciclos anteriores.

El índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), tras estabilizarse en términos

generales en el primer semestre de 2010, aumentó ligeramente en el segundo semestre del año, debido a una gradual reducción del exceso de liquidez. Dado que, durante este período, el BCE siguió proporcionando volúmenes ilimitados de liquidez a las IFM, previa presentación de activos de garantía admitidos, al tipo de interés fijo aplicado en las operaciones principales de financiación, la evolución del EONIA estuvo determinada por la demanda. Por consiguiente, esta evolución no se consideró una señal de endurecimiento de la política monetaria. Por el contrario, la reducción de la demanda de financiación del Eurosistema por parte de las entidades de crédito podría interpretarse más bien como una consecuencia del mayor acceso a la financiación de mercado, como la obtenida a través de valores bancarios y de préstamos interbancarios.

Hacia finales de 2010, las tensiones se intensificaron de nuevo en determinados mercados de renta fija, como consecuencia de la creciente preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro, asociada, en parte, a la necesidad de asistencia financiera para los sistemas bancarios en dificultades, pero también, en cierta medida, indicativa de la incertidumbre imperante sobre diversos aspectos de los mecanismos de prevención y resolución de la crisis de deuda soberana en Europa. Una vez más, los rendimientos de la deuda pública de algunos países aumentaron de forma acusada. El deterioro de las condiciones de financiación de varias entidades de crédito que concurrió en este contexto hizo que se recurriera en mayor medida a la liquidez proporcionada por el Eurosistema.

Las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y su posible contagio a la economía real de la zona del euro crearon riesgos a la baja adicionales para las perspectivas económicas presentadas en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2010, que prácticamente no mostraban variación con respecto a las presentadas para 2010 y 2011 por dichos expertos en septiembre de 2010. A juicio del Consejo de Gobierno, los riesgos para las

perspectivas económicas se inclinaban a la baja y la incertidumbre seguía siendo elevada. Además de las tensiones en los mercados financieros, los riesgos a la baja se asociaban a nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, a las presiones proteccionistas y a una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Por otro lado, el comercio mundial podría crecer más rápidamente de lo previsto, lo que favorecería a las exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, el nivel de confianza empresarial en la zona del euro seguía siendo relativamente elevado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2010 se preveía que la inflación interanual, medida por el IAPC, se situara en un rango entre el 1,3% y el 2,3% en 2011. El Consejo de Gobierno estimaba que los riesgos para las perspectivas de estabilidad precios estaban, en general, equilibrados, si bien se preveían aumentos mayores de los precios en los meses siguientes. Los riesgos al alza tenían relación, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo previsto, debido a la necesidad de proceder a una consolidación fiscal en los próximos años.

En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió, a comienzos de septiembre y de diciembre de 2010, seguir realizando las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en el trimestre siguiente. De esta forma, las modalidades de estas operaciones de financiación continuaron siendo las mismas que las aplicadas en mayo de 2010. En estas mismas reuniones, el Consejo de Gobierno decidió realizar las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses que se adjudicaran en el último trimestre de 2010 y en el primero de 2011 aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo

con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones se fijaron en la media de los tipos de las operaciones principales de financiación llevadas a cabo a lo largo del plazo de la respectiva OFPML.

A comienzos de 2011, las tasas de inflación continuaron aumentando, debido, principalmente, a la subida de los precios de las materias primas. En marzo de 2011, el Consejo de Gobierno llegó a la conclusión, basada en su análisis económico, de que los riesgos que se presentaban para las perspectivas de evolución de los precios eran al alza, mientras que el ritmo subyacente de expansión monetaria seguía siendo moderado. La dinámica subyacente de la actividad económica de la zona del euro continuaba siendo positiva, pero la incertidumbre seguía siendo elevada. Estaba justificada una fuerte vigilancia con el fin de contener los riesgos al alza para la estabilidad de precios. Se consideró esencial que el reciente aumento de la inflación no diera lugar a presiones inflacionistas generalizadas en el medio plazo, y el Consejo de Gobierno seguía estando preparado para actuar con firmeza y en el momento adecuado para asegurar que los riesgos al alza para la estabilidad de precios no se materializaran. Se consideró fundamental que las expectativas de inflación siguieran estando firmemente ancladas.

El Consejo de Gobierno también decidió continuar llevando a cabo las operaciones principales de financiación mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que fuera necesario, y, al menos, hasta el 12 de julio de 2011. Este procedimiento también se siguió utilizando en el caso de las operaciones de financiación a plazo especial, que continuarían realizándose durante el tiempo que fuera necesario y, al menos, hasta el final del segundo trimestre de 2011. Además, el Consejo de Gobierno acordó seguir efectuando las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses que se adjudicaran en el segundo trimestre de 2011 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

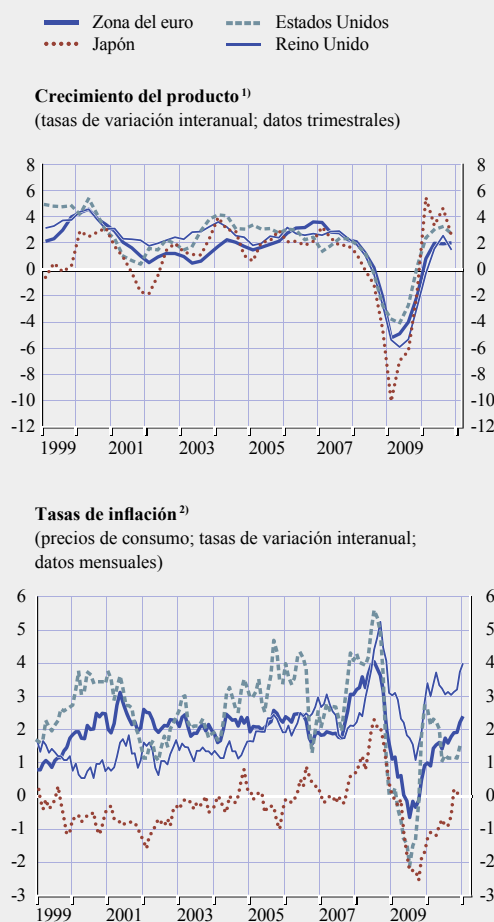
LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL CONTINUÓ EN 2010

En 2010, la actividad económica mundial continuó recuperándose de la grave recesión registrada durante la crisis financiera global. Especialmente en el primer semestre del año, el repunte económico se apoyó en las medidas de estímulo monetario y fiscal, en una cierta normalización de las condiciones de financiación a nivel mundial, y en las mejoras de la confianza empresarial y de los consumidores. Además, la recuperación económica mundial contó con el respaldo de un prolongado ciclo de existencias, ya que las empresas repusieron sus stocks en respuesta a unas perspectivas económicas globales más favorables. De hecho, la reposición de existencias contribuyó significativamente al crecimiento del PIB en las principales economías durante este período. Por consiguiente, el índice de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) global sintético siguió recuperándose a principios de 2010 y alcanzó un máximo de 57,7 en abril, nivel superior a los niveles generales observados justo antes de la intensificación de la crisis económica mundial tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. La mejora general de la situación económica y el repunte de la actividad, impulsado por el sector manufacturero, estuvieron acompañados de una fuerte recuperación del comercio mundial, como quedó reflejado por en las dinámicas tasas de crecimiento de las exportaciones y las importaciones, especialmente en el primer semestre del año. No obstante, el ritmo de la recuperación fue un tanto desigual en las distintas regiones. En las economías avanzadas, el repunte siguió siendo bastante débil. Al mismo tiempo, las economías emergentes, en particular las asiáticas, fueron a la cabeza de la recuperación mundial, llegando incluso a suscitar inquietudes respecto a un posible recalentamiento en varios países. Los indicadores de empleo mundiales también mejoraron gradualmente a lo largo del año, tras las pérdidas de empleo generalizadas que se produjeron en los dos años precedentes.

En el segundo semestre del año, la recuperación de la economía mundial perdió temporalmente

parte de su impulso con la desaparición del apoyo del ciclo de existencias y la retirada de las medidas de estímulo fiscal, pero pareció reconducirse hacia una trayectoria más autosostenida. Varios países anunciaron también medidas de ajuste para hacer frente a la precaria situación de las finanzas públicas. El proceso de ajuste de balances en varios sectores y la atonía de los mercados de trabajo, especialmente en las economías avanzadas, atenuaron aún más la recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, el comercio mundial también experimentó una desaceleración en el

Gráfico 3 Indicadores económicos de las principales economías industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y el Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

segundo semestre de 2010, creciendo a un ritmo más lento que en los seis primeros meses del año. No obstante, la información disponible sugiere una nueva recuperación del ritmo de crecimiento a finales del año.

Pese a un gradual incremento de los precios de las materias primas –principalmente en el segundo semestre del año– las presiones inflacionistas siguieron siendo moderadas en 2010 en las economías avanzadas (véase el panel inferior del gráfico 3), con algunas notables excepciones como Reino Unido, debido al sólido anclaje de las expectativas de inflación y a los niveles de capacidad excedente de producción existentes. Esta situación representó un contraste con respecto a la observada en las dinámicas economías emergentes, en las que las presiones inflacionistas fueron más pronunciadas, debido en parte a la subida de los precios de las materias primas y al aumento de las restricciones de la capacidad productiva. En un clima de persistente inquietud respecto a la inflación como consecuencia del recalentamiento de la economía, varios bancos centrales de economías emergentes decidieron retirar algunas de las medidas excepcionales de estímulo de la liquidez adoptadas en respuesta a la crisis e imprimir una orientación más restrictiva a sus políticas monetarias. Según los últimos datos disponibles, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo gradualmente en 2010 en los países de la OCDE desde un máximo de algo más del 2% en enero de 2010 hasta el 1,6% en agosto, para elevarse de nuevo hasta situarse en el 2,1% en diciembre. Esta dinámica también es coherente con la evolución del índice PMI para los precios de los bienes intermedios, que aumentó asimismo en el segundo semestre de 2010 y que en enero de 2011 alcanzó el nivel más alto registrado en casi dos años y medio. La subida de los precios de la energía y los alimentos contribuyó a este incremento. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por los precios de consumo descendió en los países de la OCDE a lo largo del año, desde el 1,6% registrado a comienzos de 2010 hasta el 1,2% en diciembre.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continuó recuperándose en 2010. El moderado repunte cíclico se vio potenciado por el considerable estímulo de las políticas macroeconómicas y por la mejora gradual de la situación financiera. El PIB real creció a una tasa del 2,8%, tras una contracción del 2,6% en 2009. La recuperación de la demanda interna privada fue lenta en términos históricos, como consecuencia del débil crecimiento del gasto en consumo. El consumo de los hogares siguió estando limitado por el elevado desempleo, los bajos niveles de confianza y los continuos esfuerzos por sanear el deterioro de los balances. Un importante factor determinante de la recuperación fue el fuerte repunte de la inversión empresarial en bienes de equipo y software, que estuvo respaldado por la mejora del acceso al crédito y por la sólida rentabilidad de las empresas tras las medidas de reducción de costes adoptadas durante la recesión. El crecimiento contó asimismo con el respaldo de factores transitorios como fueron las políticas públicas aprobadas para estimular la recuperación económica y la reposición de existencias. En términos netos, la contribución del comercio al crecimiento del PIB en 2010 fue negativa en la medida en que el repunte de las importaciones superó al registrado por las exportaciones. Tras la fuerte contracción experimentada durante la recesión, el déficit por cuenta corriente aumentó ligeramente con el inicio de la recuperación, situándose en promedio en un 3,3% del PIB en los tres primeros trimestres de 2010, frente al 2,7% de 2009. El sector de la vivienda no logró mejorar: tras un incipiente incremento en el primer semestre del año, la actividad y los precios del sector sufrieron un nuevo retroceso en el segundo semestre tras la expiración de algunas iniciativas de apoyo a la vivienda.

En el contexto de una tímida recuperación económica, la evolución de los precios continuó estando contenida, en la medida en que las presiones alcistas sobre los costes se vieron limitadas por la persistente atonía de los mercados de trabajo y de productos. La tasa de variación interanual del IPC correspondiente a

2010 repuntó hasta el 1,6%, desde el -0,4% del año anterior, como consecuencia del aumento de los costes de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC continuó reduciéndose y se situó, en promedio, en un 1% para el conjunto del año, frente al 1,7% de 2009.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) mantuvo sin cambios el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25% a lo largo de 2010 y siguió previendo que la situación económica probablemente justificaría que dicho tipo de interés se mantuviera en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Aunque las facilidades de provisión de liquidez especiales creadas para apoyar a los mercados durante la crisis se cerraron y las compras a gran escala de activos hipotecarios concluyeron a mediados de 2010, el FOMC decidió en agosto de 2010 mantener las tenencias de valores de la Reserva Federal en el nivel de entonces, reinvertiendo los pagos del principal de la deuda y de los valores con garantía hipotecaria de organismos en valores del Tesoro a más largo plazo. Asimismo, decidió continuar renovando las tenencias de la Reserva Federal de valores del Tesoro a medida que vencieran. Más adelante, en noviembre de 2010, el FOMC anunció su intención de realizar compras adicionales de valores del Tesoro a más largo plazo, por un importe de 600 mm de dólares estadounidenses antes de finales del segundo semestre de 2011, con el objeto de promover una recuperación económica más sólida.

Por lo que respecta a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal se redujo ligeramente hasta el 8,9% del PIB en el ejercicio fiscal 2010 –que concluyó en septiembre de 2010– en comparación con el 10% del año anterior. Ello dio lugar a un aumento de la deuda federal en manos del público, hasta el 62% a finales del ejercicio fiscal 2010, desde el 53% registrado en el ejercicio anterior. En un contexto de elevados déficits, de aumento de la deuda federal y de aprobación de nuevas medidas de estímulo fiscal

a corto plazo (por importe total de 858 mm de euros), se publicó, en diciembre de 2010, un informe de la Comisión Fiscal de la Presidencia, que incluía propuestas concretas sobre cómo hacer frente a los problemas fiscales a medio plazo y lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.

CANADÁ

En Canadá, la actividad económica repuntó con rapidez a comienzos de 2010, tras haber salido de la recesión a mediados de 2009, con el respaldo de una sólida demanda interna, de medidas de estímulo macroeconómico y de un aumento de las exportaciones. Sin embargo, para el tercer trimestre de 2010, la recuperación había perdido impulso debido a una desaceleración de la actividad en la construcción, al que se sumó la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento. La situación del mercado de trabajo fue relativamente favorable, en la medida en que siguió mejorando gradualmente en paralelo con la evolución de la recuperación económica. No obstante, pese a haberse reducido hasta el 7,6% en diciembre de 2010 (el nivel más bajo observado desde enero de 2009), la tasa de paro se mantuvo todavía muy por encima de los niveles anteriores a la recesión. La actividad económica continuó viéndose favorecida por un entorno de bajos tipos de interés (a pesar de que el Banco de Canadá tomó medidas para imprimir una orientación más restrictiva a la política monetaria desde mediados de 2010), por unas condiciones estables en el mercado financiero y por un sistema bancario resistente, que han permitido que siga fluyendo el crédito a las empresas y a los hogares. Por lo que respecta a la evolución de los precios, tanto la inflación general como la subyacente, ambas medidas por el IPC, se mantuvieron dentro de los límites establecido como objetivo por el banco central, es decir en una banda del 1% al 3%. La inflación interanual medida por el IPC mostró una tendencia al alza en el segundo semestre de 2010 y se situó en el 2,4% en diciembre, debido al impacto de la subida de los precios de la energía y los alimentos, mientras que la inflación subyacente fue del 1,5% en diciembre, tras la suave desaceleración registrada a lo largo del año.

JAPÓN

En Japón continuó la recuperación económica durante los tres primeros trimestres de 2010, respaldada por la adopción de una política monetaria acomodaticia y un estímulo fiscal considerable. A la mejora de la situación económica en Japón también contribuyó la solidez de la demanda mundial, en particular de las economías emergentes de Asia, especialmente durante el primer semestre de 2010. En el segundo semestre del año se redujo la contribución del sector exterior, debido a la moderación del crecimiento del comercio mundial, mientras que el gasto interno siguió siendo firme. No obstante, hacia finales del año, como resultado de la volatilidad del gasto interno tras la retirada de las medidas de estímulo aplicadas por el Gobierno, la recuperación económica perdió impulso, lo que se tradujo en un deterioro del clima empresarial. La situación del mercado de trabajo mejoró algo durante 2010, aunque la tasa de paro siguió siendo bastante elevada en términos históricos.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los precios de consumo se redujeron, en tasa interanual, durante la mayor parte de 2010, debido al nivel considerable de capacidad ociosa de la economía. En octubre, sin embargo, la inflación interanual medida por el IPC registró cifras positivas por primera vez en casi dos años, impulsada en parte por un aumento de los impuestos sobre los cigarrillos y por la subida de los precios de las materias primas, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, aunque moderándose, continuó su tendencia deflacionista.

Durante todo el año 2010, el Banco de Japón mantuvo una política monetaria acomodaticia a fin de estimular la economía y hacer frente a la inflación; a tal efecto, redujo el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía hasta una banda del 0% al 0,1% en octubre de 2010 y adoptó otras medidas, como la creación de un nuevo programa de compra de activos y la prórroga de las operaciones de provisión de fondos a tipo

de interés fijo. El 15 de septiembre de 2010, las autoridades japonesas intervinieron en el mercado de divisas, por primera vez desde marzo de 2004, para frenar la apreciación del yen.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La capacidad de resistencia de las economías emergentes de Asia frente a la crisis económica y financiera mundial quedó demostrada con los excelentes resultados económicos de la región en 2010, que registró, en conjunto, una tasa de crecimiento del PIB del 9,1%. Aunque las políticas monetarias y fiscales de estímulo fueron retiradas gradualmente y la contribución de la demanda exterior neta se redujo en el segundo semestre del año, la demanda privada interna y, sobre todo, la inversión bruta en capital fijo, tomaron el relevo como principales factores determinantes del crecimiento económico, especialmente en India e Indonesia. En general, los resultados económicos siguieron siendo robustos en el segundo semestre de 2010, aunque el ritmo de la expansión se ralentizó ligeramente en comparación con los seis meses anteriores.

Tras registrarse tasas de inflación de los precios de consumo muy bajas en 2009, las presiones inflacionistas se intensificaron de forma acusada en 2010. La inflación interanual, medida por el IPC, de la región se situó en el 5% en diciembre de 2010, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. La mayoría de los bancos centrales de la región comenzaron a endurecer su política monetaria en el segundo semestre de 2010, reduciendo los estímulos monetarios introducidos el año anterior. Dados los buenos resultados macroeconómicos de las economías emergentes de Asia y la disminución de la aversión al riesgo entre los inversores internacionales, la región experimentó también un fuerte repunte de las entradas de capital. Varios países intervinieron en los mercados de divisas para frenar las consiguientes presiones apreciatorias de sus monedas e introdujeron, además, controles de capital y medidas macroprudenciales.

En China, el crecimiento del PIB real registró una aceleración hasta el 10,3% en 2010, desde el 9,2% observado en 2009. El dinámico comportamiento de la economía reflejó las crecientes contribuciones de la inversión privada y de la demanda exterior neta, que compensaron el impacto negativo de la gradual retirada de las políticas de estímulo. No obstante, en 2010 se redujo la contribución relativa del consumo al crecimiento y aumentó el superávit por cuenta corriente en términos nominales, lo que demuestra la persistencia de desequilibrios internos y externos. Las presiones inflacionistas se intensificaron durante el año, alcanzando la inflación medida por el IPC una tasa interanual del 4,6%, en diciembre, debido, principalmente, al alza de los precios de los alimentos. Las presiones sobre los precios de la propiedad inmobiliaria volvieron a hacer su aparición en un contexto de holgada liquidez, de relajación de las condiciones de concesión de crédito y de tipos de interés reales negativos sobre los depósitos. Las autoridades reaccionaron endureciendo su política monetaria en el segundo semestre del año. Entre otras cosas, ello se tradujo en la imposición de límites cuantitativos más estrictos al crédito y en subidas de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos. El aumento de las entradas de capital, especialmente en el último trimestre de 2010, propició un rápido incremento de las reservas de divisas, que ascendían a 2,85 billones de dólares estadounidenses a finales de 2010. El 19 de junio de 2010, China reinstauró un régimen cambiario más flexible para el renminbi, que se apreció un 3,6% frente al dólar estadounidense y un 4,7% en términos efectivos reales (deflactado por el IPC) en 2010.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió recuperándose rápidamente en 2010. El crecimiento del PIB fue especialmente vigoroso en el primer semestre del año, debido al dinamismo de la demanda interna, que compensó con creces la contribución negativa de la demanda exterior neta (alrededor de tres puntos porcentuales en el tercer trimestre). Posteriormente, el ritmo de crecimiento se

ralentizó ligeramente con la retirada de las políticas de estímulo y la desaceleración de la demanda externa. En tasa interanual, el PIB real de la región en su conjunto creció un 6%, en promedio, en los tres primeros trimestres de 2010. La formación bruta de capital fijo, incluida la acumulación de existencias, y el consumo privado fueron los principales factores determinantes del crecimiento económico en la región. La inversión se vio estimulada por la mejora de las perspectivas de crecimiento, la subida de los precios de las materias primas, la caída de los tipos de interés reales y la mayor disponibilidad de financiación que, en algunos países, se vio reforzada por los préstamos de bancos del sector público. El crecimiento del consumo privado se mantuvo gracias a una rápida recuperación de la confianza, así como del empleo y de los salarios reales.

A principios de 2010, pese a las considerables diferencias observadas entre unos y otros, en la mayoría de los países con estrategias de objetivos de inflación se produjo una aproximación notable de las tasas de inflación hacia su valor objetivo. No obstante, en un contexto de fuerte crecimiento de la actividad económica y de aumento de los precios de las materias primas, las presiones inflacionistas comenzaron a intensificarse más adelante y algunos países empezaron a retirar parte de las medidas monetarias de estímulo desplegadas durante la crisis. A partir de abril, varios bancos centrales de la región iniciaron un ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales. A medida que siguió mejorando la situación financiera y se recuperó el apetito por el riesgo, se redujeron los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) de la deuda soberana latinoamericana, aumentaron significativamente las cotizaciones bursátiles y se produjo un retorno de los flujos financieros, lo que se tradujo en apreciaciones de las respectivas monedas. A finales de 2010, habida cuenta de que la subida de los tipos de interés amenazaba con estimular una fuerte afluencia de capital y debido a la incertidumbre respecto a la evolución económica a escala mundial, el proceso de endurecimiento de los

tipos de interés oficiales se interrumpió en algunos países y se adoptaron varias medidas para frenar la entrada masiva de capital (por ejemplo, acumulación de reservas, políticas macroprudenciales, controles de capital).

LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS AUMENTARON EN 2010

Tras haberse mantenido, en general, estables en un clima de cierta volatilidad, en el primer semestre de 2010, los precios del petróleo comenzaron a aumentar de forma sostenida en agosto, situándose el precio del barril de Brent en 113 dólares estadounidenses el 25 de febrero de 2011, frente a los 78 dólares estadounidenses de principios de 2010. En dólares estadounidenses, el nivel alcanzado a finales de febrero de 2011 era bastante similar al registrado en mayo de 2008. Para el conjunto del año 2010, el precio medio del barril de Brent fue de 80 dólares estadounidenses, es decir, un 29% más alto que la media del año anterior.

Las subidas de los precios del petróleo se produjeron en el contexto de un repunte de la demanda mundial de crudo, que se fortaleció a lo largo del año, y que estuvo respaldada por la recuperación de la economía mundial, así como por las condiciones meteorológicas imperantes en el hemisferio norte en el segundo semestre del año. Este aumento de la demanda también dio lugar a una reevaluación de las perspectivas de demanda, que parecían mucho más robustas que un año antes y sugería que podrían aparecer tensiones en el mercado en el futuro. Un indicio a este respecto fue la serie de repetidas revisiones al alza de las proyecciones de demanda por parte de la Agencia Internacional de la Energía, tanto para las economías emergentes como para las desarrolladas. Por el lado de la oferta, la producción de América del Norte y de los países de la antigua Unión Soviética resultó ser mayor de lo previsto, pero, por otra parte, la OPEP decidió no elevar sus cuotas de producción en 2010, a pesar de la holgada capacidad productiva sin utilizar. En un entorno de auge de la demanda, ello dio lugar a una notable reducción de las existencias de la OCDE que, no

obstante, se mantuvieron en niveles elevados en términos históricos. En los dos primeros meses de 2011, los acontecimientos geopolíticos en el Norte de África y en Oriente Medio añadieron nuevas tensiones al mercado por el lado de la oferta, acelerando el incremento de precios.

Los precios de las materias primas no energéticas también se incrementaron en 2010 (véase gráfico 4), en contexto de fuerte demanda por parte de las economías emergentes y de restricciones de la oferta. Los precios de los metales —en particular el cobre, el níquel y el estaño— registraron aumentos significativos, que asimismo se vieron favorecidos por el auge de las importaciones de las economías emergentes. Como consecuencia de las restricciones de la oferta, también se incrementaron los precios de los alimentos, impulsados especialmente por el maíz, el azúcar y el trigo. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se situaban hacia finales de febrero de 2011 alrededor de un 36% por encima del nivel de comienzos de 2010.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

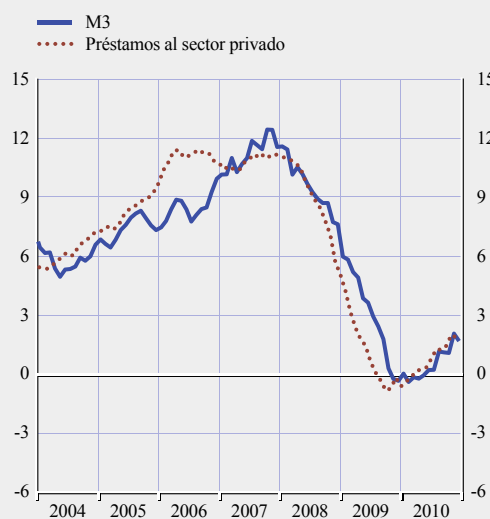
2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

EL CRECIMIENTO MONETARIO MOSTRÓ SEÑALES DE TÍMIDA RECUPERACIÓN

La tasa de crecimiento interanual de M3 pasó a ser positiva en 2010, y en diciembre se situó en el 1,7%, en comparación con el -0,3% registrado a finales de 2009. Esta evolución implica una recuperación de la dinámica monetaria, aunque la incertidumbre en torno a su fortaleza aumentó hacia finales de 2010, ya que el crecimiento se vio afectado por determinados factores especiales (transferencias de activos a los llamados «bancos malos»² y cesiones temporales resultantes de operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central). En general, en 2010, la evolución monetaria estuvo determinada, en gran medida, por tres factores económicos: el impacto alcista del repunte de la actividad económica y de la disminución del efecto a la baja asociado a la curva de rendimientos (sin nuevos desplazamientos de fondos a gran escala desde instrumentos incluidos en M3 hacia activos financieros fuera de este agregado monetario) y la incidencia a la baja del efecto amortiguador originado por la reversión de la liquidez monetaria que se había acumulado anteriormente. En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado aumentó en 2010 y en diciembre fue del 1,9%, desde el -0,2% registrado a finales del año anterior (véase gráfico 5). El carácter contenido de la expansión de los préstamos al citado sector reflejó la estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares y un ligero fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras. Estos aumentos prácticamente paralelos del crecimiento de M3 y de los préstamos significan que la disminución del crecimiento monetario subyacente, que recoge las tendencias en los datos monetarios que proporcionan las señales relevantes en lo que respecta a los riesgos para la estabilidad de precios, se redujo en 2010 y dio paso a una recuperación moderada.

Gráfico 5 M3 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

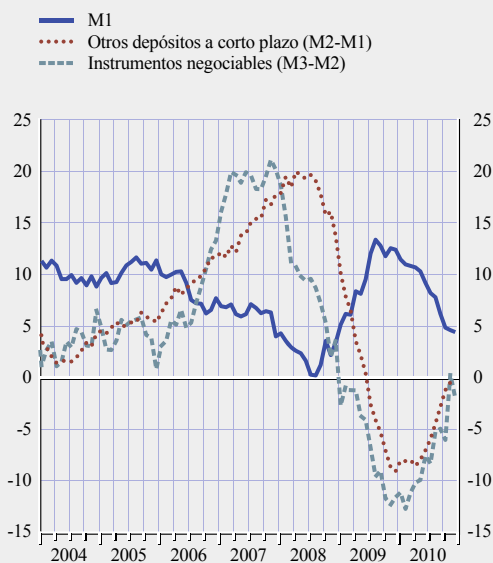
EL IMPACTO DE LA ACUSADA PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS SE DEBILITÓ

La configuración de los tipos de interés afectó no solo a los desplazamientos de activos incluidos en M3 hacia otros activos no incluidos en este agregado monetario, sino también a desplazamientos dentro de M3. El aumento gradual de la tasa de crecimiento interanual de M3 ocultó tendencias considerablemente divergentes de las tasas de crecimiento interanual de sus componentes (véase gráfico 6). La tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo de manera significativa en 2010, pero se mantuvo en niveles sustancialmente positivos (el 4,4% en diciembre), mientras que la de los instrumentos negociables y los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M3 menos M1) pasó a ser bastante menos negativa (el -1,5% en diciembre). En consecuencia, la brecha entre estas tasas se estrechó sustancialmente, y en diciembre se situó en 6,1 puntos porcentuales, lo que representa

² En su sentido más amplio, los llamados «bancos malos» son estructuras especializadas creadas y respaldadas por los Gobiernos para facilitar la retirada del balance de las entidades de crédito de activos expuestos a perder valor o que son difíciles de valorar.

Gráfico 6 Principales componentes de M3

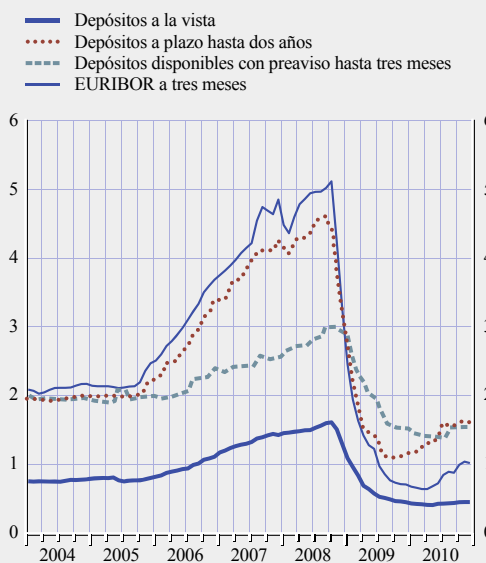
(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario

(porcentajes)



Fuente: BCE.

un descenso con respecto a los 22 puntos porcentuales de finales de 2009. Esta disminución reflejó, en gran medida, la evolución de los tipos de interés (véase gráfico 7). El tipo de interés de los depósitos a la vista se mantuvo estable, en líneas generales, en 2010, mientras que la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años se incrementó notablemente y la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses registró un ligero aumento. En consecuencia, el coste de oportunidad de mantener los depósitos más líquidos incluidos en M3 se incrementó, reduciendo la recomposición de M3 hacia estos depósitos. El impacto de la acusada pendiente de la curva de rendimientos disminuyó en 2010, interrumpiendo los desplazamientos a gran escala hacia activos financieros no incluidos en M3, que habían partido principalmente de los instrumentos negociables y de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. En consecuencia, las tasas de crecimiento interanual de estos activos pasaron a ser menos negativas. La tasa de avance interanual de los instrumentos negociables también se vio

favorecida por el aumento de las cesiones temporales, especialmente hacia el final del año, que, en gran parte, fueron reflejo de operaciones interbancarias a través de entidades de contrapartida central (que se clasifican como intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones «OIF»).

LA TRAYECTORIA DE LAS TENENCIAS MONETARIAS SECTORIALES CONTINUÓ SIENDO DIVERGENTE

La mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información sectorial es la formada por los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»). El cambio de sentido observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en 2010 se debió, en gran medida, a una contribución especialmente notable de los OIF, ya que la tasa de crecimiento interanual de sus tenencias de depósitos de M3 aumentó considerablemente y se situó en el 10,8% en diciembre, en comparación con el -3,1% de finales de 2009. Este incremento reflejó principalmente una fuerte actividad en el mercado de operaciones

interbancarias de cesión temporal en el segundo y en el cuarto trimestre, así como la expansión cada vez más pronunciada de las entradas en los depósitos a la vista en los tres primeros trimestres del año.

En contraposición a los OIF, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 en poder de los hogares se redujo levemente y se situó en el 1,9% en diciembre, desde el 2% de finales de 2009 (véase gráfico 8). Este descenso ocultó una disminución de la tasa en el primer semestre de 2010 y una recuperación en el segundo semestre. La trayectoria de las tenencias de instrumentos incluidos en M3 por parte de los hogares en 2010 reflejó, en gran parte, la evolución de los tipos de interés. La caída de la tasa de crecimiento interanual en el primer semestre de 2010 se debió a la moderación de los flujos hacia los depósitos a la vista a medida que se redujo el impacto de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. La leve recuperación observada en la segunda mitad del año fue resultado de un considerable descenso de los flujos de salida de depósitos a plazo hasta dos años cuando se estrechó

el diferencial entre la remuneración de estos depósitos y la de los depósitos de ahorro a corto plazo y otros depósitos no incluidos en M3.

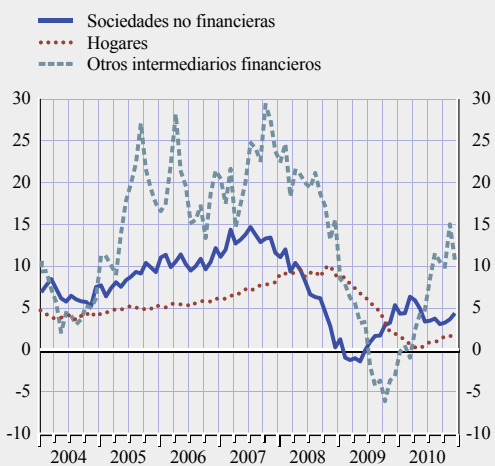
La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras también experimentó un descenso en 2010. Dicha tasa mostró cierta volatilidad en el primer semestre, aunque en general disminuyó, antes de aumentar, si bien sólo ligeramente, en el segundo semestre, y en diciembre se situó en el 4,4%, desde el 5,4% de diciembre de 2009. La evolución de las tenencias de M3 por parte de este sector reflejó el repunte de la actividad económica, y también puede haber estado relacionada con la evolución de los préstamos, ya que es posible que las empresas hayan utilizado sus depósitos para reducir el endeudamiento o como sustitutos del crédito bancario en la primera mitad del año. Los flujos positivos de préstamos registrados en el segundo semestre pueden haber permitido a las empresas reconstituir sus reservas de liquidez hacia finales de año.

EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO AUMENTÓ SU CRECIMIENTO LIGERAMENTE

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro experimentó un ligero aumento en 2010, y en diciembre se situó en el 3,4%, desde el 2,5% de diciembre de 2009 (véase gráfico 9). Este incremento, que principalmente se produjo en el segundo semestre del año, se debió fundamentalmente a la leve recuperación del crecimiento interanual del crédito al sector privado. La tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas acabó el año en un nivel casi igual al registrado a finales de 2009, aunque descendió durante la mayor parte de 2010. Esa disminución se debió a las menores adquisiciones de valores públicos por parte de las IFM, habida cuenta de que la pendiente de la curva de rendimientos no siguió aumentando y de las tensiones que se produjeron en los mercados. Esta tendencia se invirtió en el cuarto trimestre del año, cuando el crédito al sector público aumentó de manera acusada

Gráfico 8 Depósitos por sectores

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

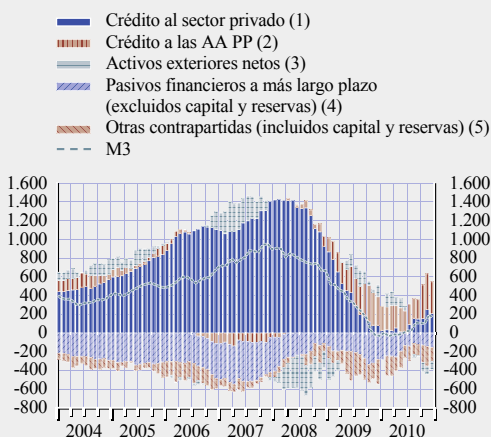


Fuente: BCE.

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

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

(flujos interanuales; mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

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

como consecuencia de las transferencias de activos de las IFM a «bancos malos»³.

La ligera recuperación del crédito al sector privado se debió principalmente al lento pero constante fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM siguió disminuyendo en el primer semestre de 2010, como consecuencia del descenso de las operaciones de titulización. Estas operaciones se recuperaron ligeramente en la segunda mitad del año, debido, en parte, a las transferencias de activos entre IFM y «bancos malos», contribuyendo con ello a la estabilización de las tenencias de las IFM de valores distintos de acciones del sector privado.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, aumentó gradualmente desde la tasa ligeramente negativa de finales de 2009 hasta situarse en el 1,9% en diciembre de 2010

(véase gráfico 5). Esta trayectoria sería acorde con la modesta recuperación observada en la demanda de préstamos, y también se vería respaldada por la evidencia disponible sobre la evolución de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. A este respecto, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de la zona del euro indica que las influencias por el lado de la oferta disminuyeron durante el año. Dado el bajo nivel de operaciones de titulización, la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado y la tasa de crecimiento ajustada por la baja de los préstamos del balance de las IFM fue reducida en 2010.

A nivel sectorial, la recuperación del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado es básicamente atribuible a los préstamos concedidos al sector privado no financiero, es decir, los hogares y las sociedades no financieras. En diciembre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se situó en el 2,9% (desde el 1,3% de finales de 2009), en comparación con el -0,2% observado en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras (frente al -2,2% de diciembre de 2009). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los OIF se incrementó paulatinamente en el segundo semestre del año, si bien esta evolución tuvo su origen, fundamentalmente, en el aumento de las operaciones interbancarias de cesión temporal realizadas a través de entidades de contrapartida central, que se tradujo en un incremento proporcional de los préstamos otorgados por las IFM a estos intermediarios financieros.

La recuperación observada en el crecimiento de los préstamos al sector privado en la primera mitad del año tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución de los préstamos a hogares, que estuvo impulsada casi en su totalidad por el repunte de los préstamos para adquisición de vivienda, y que coincidió con una mejora de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro.

³ Para más detalles, véase el recuadro titulado «Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los "bancos malos" sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

El hecho de que la recuperación de los préstamos al sector privado no financiero continuara en el segundo semestre se debió principalmente al cambio de sentido del crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (aunque la tasa de crecimiento permaneció en niveles negativos). Si los datos se ajustan por la baja de préstamos de los balances de las IFM, que en su mayor parte fueron reflejo de transferencias a «bancos malos», la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras habría pasado a ser positiva en 2010.

En general, la evolución de los préstamos al sector privado no financiero en 2010 siguió siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El punto de giro en el crecimiento de los préstamos a los hogares suele producirse en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos a las sociedades no financieras tiende a presentar un retardo. Los datos trimestrales de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras indican que su punto de giro tuvo lugar en el segundo trimestre de 2010, mientras en los préstamos a los hogares se produjo un año antes. En consonancia con

episodios anteriores, es probable que la mejora registrada en los préstamos a las sociedades no financieras en 2010 esté relacionada con el crecimiento de la inversión empresarial y de las necesidades de gasto en un contexto de unas expectativas de negocio más favorables y de repunte de la actividad económica. También puede obedecer a cambios en el atractivo relativo de la financiación en los mercados, ya que el rendimiento de los valores de renta fija privada se ha visto afectado, en parte, por el aumento de los rendimientos asociado a la crisis de la deuda soberana. Al mismo tiempo, la evolución de los préstamos en los países de la zona del euro fue dispar, posiblemente como reflejo de una recuperación económica desigual en los distintos países y sectores económicos de la zona, así como de las diferencias en la medida en que los sectores individuales necesitan y pueden recurrir a los préstamos bancarios, en lugar de financiarse mediante fondos internos o en los mercados (véase el recuadro 2, en el que se presenta una comparación de la evolución reciente de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero y de sus principales componentes con su comportamiento durante dos episodios anteriores de declive y recuperación económica).

Recuadro 2

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE IFM AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO CON EPISODIOS ANTERIORES DE DECLIVE Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La magnitud y las características de la desaceleración económica que siguió a la crisis financiera hacían probable que la evolución de los préstamos concedidos por las IFM fuera excepcional. En este contexto, en este recuadro se compara la evolución reciente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero y de sus componentes con su comportamiento en dos episodios anteriores de declive y de recuperación económica, uno a principios de los años noventa y otro a comienzos de la década de 2000. Para una mejor comparación, el recuadro se centra en los préstamos otorgados por las IFM en términos reales (utilizando el deflactor del PIB).

Evolución de los préstamos concedidos al sector privado no financiero

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos en términos reales al sector privado no financiero cayó unos 9 puntos porcentuales (desde el máximo hasta el mínimo cíclico) durante la

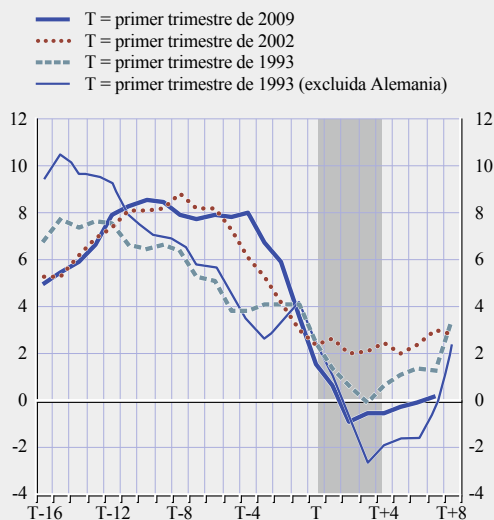
recesión reciente, y acabó en niveles negativos. Este descenso fue bastante más acusado que el registrado durante las fases de desaceleración económica de principios de los años noventa y de comienzos de la década de 2000, cuando la tasa de crecimiento interanual se redujo entre 6 y 7 puntos porcentuales y permaneció en valores positivos (véase gráfico A). Además, gran parte de la disminución observada recientemente se ha producido en un período de tiempo relativamente corto (seis trimestres), en comparación con reducciones más prolongadas en el tiempo en el pasado (dieciséis trimestres a principios de los años noventa y nueve trimestres a comienzos de la década de 2000). No obstante, ni la magnitud ni la velocidad de la última caída parecen excesivas si se tiene en cuenta la severidad de la recesión reciente. La tasa de crecimiento interanual del PIB real se redujo casi 9 puntos porcentuales en un año durante la desaceleración económica experimentada recientemente, en comparación con 6 puntos porcentuales en cuatro años a principios de los años noventa y 4 puntos porcentuales en casi dos años a comienzos de la década de 2000 (véase gráfico B).

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero descendiera hasta situarse en cotas negativas no es habitual, aunque no carece de precedentes en países de la zona del euro. En la recesión que se produjo a principios de los años noventa, los préstamos al sector privado no financiero se vieron impulsados por un acusado crecimiento de los préstamos a los hogares alemanes tras la reunificación. Excluido el sector privado no financiero alemán, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales al sector privado no financiero se redujo 13 puntos porcentuales y se situó en un nivel más negativo que el observado durante la recesión reciente (véase gráfico A).

El punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales al sector privado no financiero tuvo lugar en el tercer trimestre de 2009, en consonancia con

Gráfico A Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM al sector privado no financiero en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)

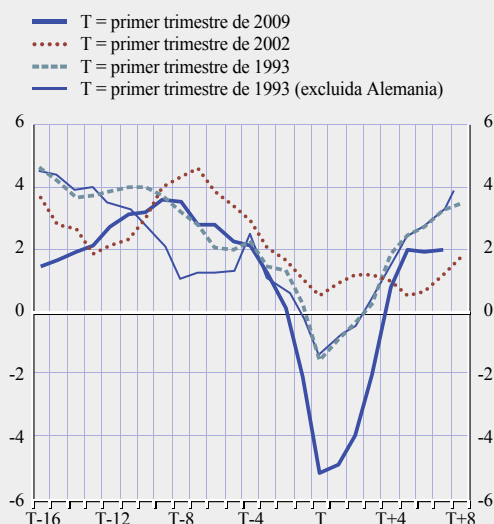


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada recoge el intervalo de confianza en torno al trimestre medio de adelanto/retardo en el que la correlación entre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos y del PIB real está en su máximo. Estos intervalos de confianza se calculan como el coeficiente de correlación más/menos el error estándar. Véase también la nota a pie de página n.º 1. «T» se refiere al trimestre en que el crecimiento del PIB real registró un mínimo.

Gráfico B Crecimiento interanual del PIB real en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

regularidades cíclicas¹. Tanto en el caso de la recesión reciente como en el de la de comienzos de la década de 2000, la recuperación de los préstamos al sector privado no financiero llegó dos trimestres después de que se alcanzara un punto de giro en el crecimiento del PIB real, mientras que la recuperación de principios de los años noventa presentó un desfase de tres trimestres con respecto al punto de giro en el PIB real.

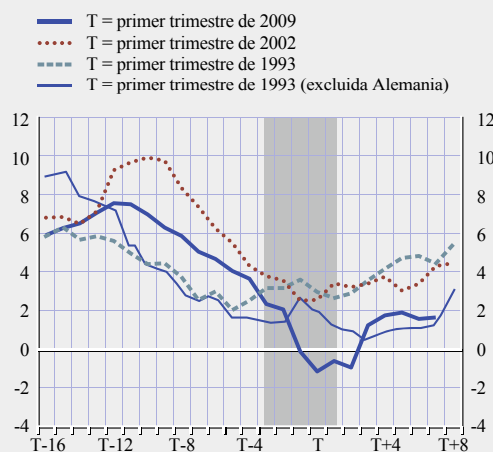
Evolución de los préstamos a los hogares

En comparación con episodios anteriores de debilidad de la actividad económica, la evolución de los préstamos a los hogares ha desempeñado un papel más destacado en la configuración de la evolución general de los préstamos al sector privado no financiero durante la reciente recesión y la recuperación. El descenso observado entre el máximo y el mínimo cíclico en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares fue más pronunciado en la recesión reciente y se redujo hasta situarse en niveles negativos, reflejando la mayor severidad de la desaceleración del mercado de la vivienda (véase gráfico C). El punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares se produjo en el tercer trimestre de 2009, dos trimestres después del repunte de la tasa de crecimiento interanual del PIB real, es decir, algo más tarde que en los otros dos períodos considerados, y no es una evolución acorde con la relación habitualmente observada entre los préstamos reales a los hogares y el PIB real.

Sin embargo, que el punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares se produjera relativamente tarde no es una situación sin precedentes. A principios de los años noventa no se observó un punto de giro claro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales concedidos a los hogares de la zona del euro, excepto Alemania, hasta transcurridos tres trimestres desde la recuperación de la tasa de crecimiento interanual del PIB real. Ese período también se caracterizó por la caída de los precios de la vivienda, tras el considerable auge registrado en algunos países de la zona, lo que indica que los retrasos en las recuperaciones pueden reflejar, en ambos casos, cierto reajuste de los balances por parte de los hogares y de las entidades de crédito. En todos los períodos considerados, el repunte de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales a los hogares estuvo impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda.

Gráfico C Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a los hogares en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada recoge el intervalo de confianza en torno al trimestre medio de adelanto/retardo en el que la correlación entre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos y del PIB real está en su máximo. Estos intervalos de confianza se calculan como el coeficiente de correlación más/ menos el error estándar. Véase también la nota a pie de página n.º 1. «T» se refiere al trimestre en que el crecimiento del PIB real registró un mínimo.

1 Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

Evolución de los préstamos a las sociedades no financieras

La tendencia general observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras durante el episodio reciente fue prácticamente similar a la de episodios previos (véase gráfico D). Sin embargo, la magnitud del descenso fue mayor, ya que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector cayó 15 puntos porcentuales entre el máximo y el mínimo cíclico, en comparación con una reducción de 10 puntos porcentuales y 12 puntos porcentuales a principios de los años noventa y a comienzos de la década de 2000, respectivamente. La considerable disminución de los préstamos reales a las sociedades no financieras durante la recesión reciente tiene su origen en el significativo descenso de la actividad económica, especialmente en la construcción y en el sector inmobiliario, así como en un mayor recurso a la financiación en los mercados². Estos sectores son relativamente intensivos en préstamos y han tenido una actuación clave como elementos impulsores de los préstamos a las sociedades no financieras en la zona del euro, como consecuencia de la fuerte expansión del mercado inmobiliaria registrada en diversos países de la zona en los últimos años.

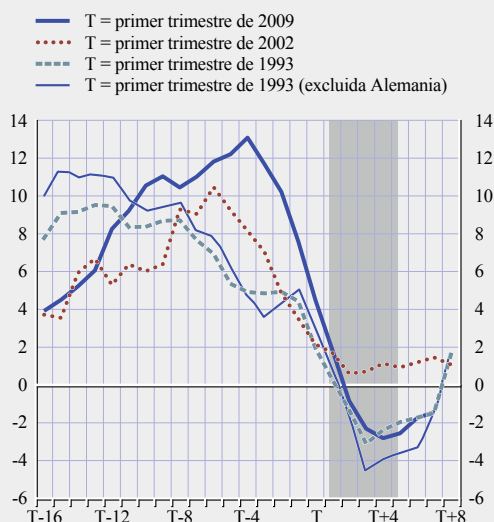
El punto de giro en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales concedidos a las sociedades no financieras tuvo lugar a principios de 2010, cuatro trimestres después de que se recuperara la tasa de crecimiento interanual del PIB real, una evolución acorde, en líneas generales, con regularidades históricas, aunque algo más tarde que en los dos episodios anteriores considerados. Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos reales otorgados a este sector continuaba en niveles ligeramente negativos a finales de 2010, la recuperación fue más rápida e intensa que a principios de los años noventa. Al igual que en períodos anteriores, el repunte de los préstamos estuvo impulsado por una mejora evidente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo.

Conclusiones

La magnitud de la caída reciente de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero fue significativa en términos absolutos. No obstante, es acorde con la evolución observada en períodos anteriores de desaceleración económica si se consideran los descensos relativos del PIB real. La trayectoria de la tasa de crecimiento interanual de

Gráfico D Crecimiento interanual de los préstamos reales de las IFM a las sociedades no financieras en los principales períodos de desaceleración y recuperación desde 1990

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada recoge el intervalo de confianza en torno al trimestre medio de adelanto/retardo medio en el que la correlación entre las tasas de crecimiento interanual de los préstamos y del PIB real está en su máximo. Estos intervalos de confianza se calculan como el coeficiente de correlación más/ menos el error estándar. Véase también la nota a pie de página n.º 1. «T» se refiere al trimestre en que el crecimiento del PIB real registró un mínimo.

² Véase el recuadro 2, titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro y su impacto en los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010.

los préstamos reales a los hogares fue algo inusual, ya que experimentó una disminución relativamente acusada hasta situarse en niveles negativos, y su punto de giro presentó un retardo con respecto a la recuperación de la tasa de crecimiento interanual del PIB real. Es probable que estos dos aspectos reflejen el papel específico desempeñado por el mercado de la vivienda en la recesión reciente. En general, la evolución de los préstamos reales concedidos por las IFM al sector privado no financiero ha sido coherente con el comportamiento observado en períodos anteriores de declive y recuperación económica.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero se redujo considerablemente durante el año y en diciembre se situó en el 3%, desde el 6% de finales de 2009. Esta evolución fue patente principalmente en los depósitos a largo plazo (esto es, tanto en los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses como en los depósitos a plazo a más de dos años), pero también en los valores distintos a acciones a largo plazo de las IFM (es decir, aquellos con plazo superior a dos años). Es probable que la desaceleración en los depósitos a largo plazo reflejara la pérdida de atractivo en su remuneración por el ligero aplanamiento de la curva de rendimientos durante el año, mientras que la registrada en los valores a largo plazo puede haber estado relacionada con la percepción de mayor de riesgo en los valores de las IFM.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro volvió a experimentar un descenso, de 89 mm de euros, en 2010. Esta evolución fue resultado de un flujo negativo de activos exteriores, que superó la disminución observada en los pasivos exteriores. En general, esto significa que la interacción del sector tenedor de dinero con el resto del mundo a través de las IFM de la zona del euro se tradujo en una entrada neta de capital.

MEJORA DE LAS CONDICIONES EN EL MERCADO MONETARIO, PESE A CIERTA VOLATILIDAD

En 2010, el comportamiento de los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro se vio afectado por diversos factores. En términos generales, el Eurosistema continuó proporcionando apoyo a las entidades de crédito

de la zona mediante la provisión extraordinaria de liquidez. Como consecuencia de las mejoras observadas en las condiciones en los mercados financieros en 2009, el Eurosistema comenzó a retirar paulatinamente a principios de 2010 medidas de política monetaria no convencionales que ya no se consideraban necesarias, con la consiguiente reducción del plazo medio de vencimiento de las operaciones de inyección de liquidez. No obstante, la crisis de la deuda soberana de mayo provocó fuertes tensiones en los mercados de deuda pública de algunos países de la zona del euro que causaron efectos adversos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, como reflejaba la percepción de un aumento de los riesgos de liquidez y de crédito. Con el fin de abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria, el Eurosistema puso en marcha el Programa para los Mercados de Valores y reactivó algunas de las medidas no convencionales que había retirado anteriormente. En el recuadro 1 se describen las medidas no convencionales aplicadas en 2010, que fueron fundamentales para limitar el contagio a los tipos de interés del mercado monetario. En el segundo semestre, la retirada automática de las medidas no convencionales con la supresión a su vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo a seis meses y a un año llevó a una disminución del exceso de liquidez y a un aumento de los tipos del mercado monetario.

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías experimentaron un ligero descenso en todos los plazos en el primer trimestre de 2010, antes de aumentar sustancialmente durante el resto del año. Más

concretamente, si se consideran los tipos a tres meses sin garantías, el EURIBOR a este plazo se situó próximo al 0,7% a principios de enero de 2010, descendió hasta el 0,63% a finales de marzo y posteriormente se incrementó hasta el 1,09% el 25 de febrero de 2011 (véase gráfico 10). En cuanto al segmento con garantías del mercado monetario, el EUREPO a tres meses se situó en torno al 0,4% a comienzos de enero de 2010, antes de disminuir ligeramente en el primer trimestre del año y establecerse en el 0,34% a finales de marzo. Posteriormente registró un acusado incremento y alcanzó un máximo del 0,8% a comienzos de noviembre, reduciéndose después hasta situarse aproximadamente en el 0,56% a principios de enero de 2011 y aumentando de nuevo hasta situarse en el 0,81% el 25 de febrero.

Como resultado de esta evolución, se observó volatilidad en el diferencial entre los tipos con garantías y sin garantías del mercado monetario durante el año, y el 25 de febrero de 2011 se situó ligeramente por debajo de los niveles de principios de enero de 2010, aunque se

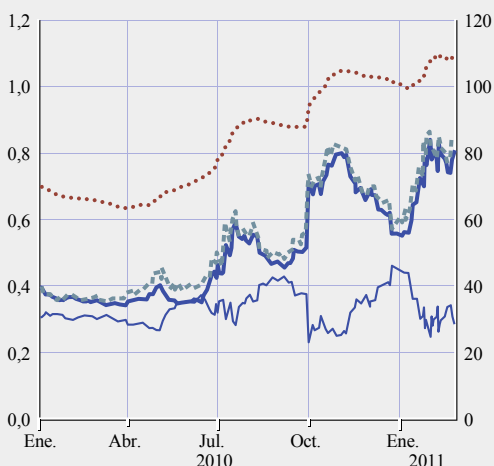
mantuvo relativamente elevado en términos históricos. Durante 2010 y a principios de 2011, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO al mismo plazo fluctuó entre 23 y 46 puntos básicos, comenzando 2010 en un nivel de unos 30 puntos básicos y situándose en 28 puntos básicos el 25 de febrero de 2011 (véase gráfico 10).

Si se consideran los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario, se observa que la evolución del EONIA en 2010 reflejó, en gran medida, el hecho de que el Eurosistema continuó con el generoso apoyo a la liquidez proporcionado a las entidades de crédito de la zona del euro desde octubre de 2008. Habida cuenta del considerable exceso de liquidez, el EONIA permaneció, salvo algunas excepciones, bastante por debajo del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación y las OFPML del Eurosistema y próximo al tipo de la facilidad de depósito (véase gráfico 11). Hacia finales de junio, cuando vencieron las OFPML a seis meses y a un año y las entidades optaron por no refinanciar totalmente las operaciones

Gráfico 10 EUREPO, EURIBOR y swap del EONIA, a tres meses

(porcentajes; puntos básicos; diferencial en puntos básicos; datos diarios)

- EUREPO a tres meses (escala izquierda)
- ... EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - Swaps del EONIA a tres meses (escala izquierda)
- Diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO a tres meses (escala derecha)

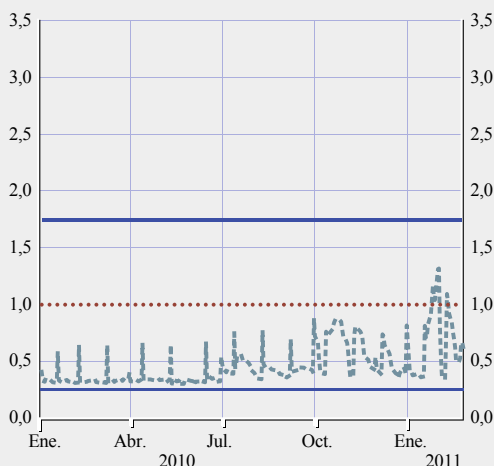


Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)

- Tipo de interés de la facilidad marginal de crédito
- ... Tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- - - Tipo de interés a un día (EONIA)
- Tipo de interés de la facilidad de depósito



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

de liquidez vencidas, el exceso de liquidez disminuyó y el EONIA empezó a mostrar cierta volatilidad. Dado que los niveles del exceso de liquidez han disminuido, el EONIA ha tendido a seguir un patrón más pronunciado en cada uno de los períodos de mantenimiento, situándose en niveles más elevados al inicio del período, antes de descender gradualmente hacia el final. Este patrón está estrechamente relacionado con la preferencia de las entidades por cumplir las exigencias de reservas al principio del período de mantenimiento, un comportamiento que se ha observado desde el comienzo de las turbulencias en agosto de 2007. Este «adelanto de liquidez» no influyó en los tipos de interés de mercado durante el período de doce meses correspondiente al plazo de vigencia de la primera OFPML a un año (es decir, de mediados de 2009 a mediados de 2010), un período con un superávit de liquidez sin precedentes, pero sí afectó de nuevo a los tipos cuando el exceso de liquidez se redujo en el segundo semestre de 2010. La volatilidad del EONIA continuó a principios de 2011 y el 25 de enero se situó por encima del tipo de las OPF por primera vez desde junio de 2009. Además, durante el año, los picos ocasionales en el EONIA se observaron al final de los períodos de mantenimiento y al final de los períodos de gestión de la liquidez (por ejemplo, al final del año).

LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA ESTUVIERON SOMETIDOS A FUERTES TENSIONES EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO EN 2010

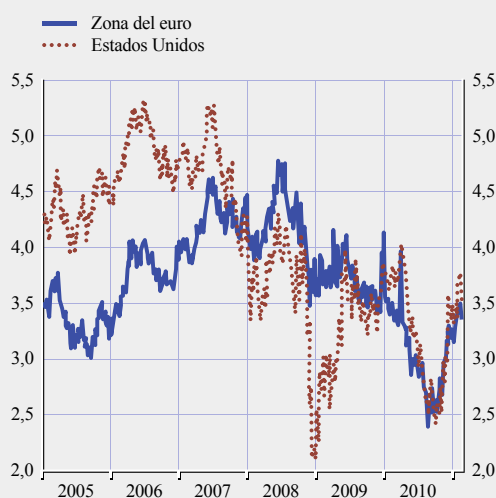
En general, los precios de la deuda pública estuvieron determinados por dos circunstancias principales en 2010. La primera, específica de la zona del euro, comenzó con la aparición de turbulencias en los mercados de deuda soberana de varios países de la zona. La segunda, de carácter mucho más general, fue la esperada moderación del crecimiento económico mundial en el segundo semestre de 2010.

A finales de 2010, el rendimiento del bono de referencia a diez años con calificación crediticia AAA se situó en Estados Unidos y en la zona del euro en niveles aproximadamente similares, entre el 3,2% y el 3,4%, es decir, unos 50 y

40 puntos básicos por debajo de los valores observados en las respectivas áreas económicas a finales de 2009 (véase gráfico 12). El descenso generalizado del rendimiento de la deuda pública ocultó evoluciones opuestas a lo largo del año, en concreto, una fase de descenso prolongado hasta finales de agosto, seguida de un fuerte repunte, particularmente hacia el final del año. A finales de agosto, cuando la fase descendente se detuvo, los rendimientos se situaban unos 140 y 120 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles de finales de 2009. Como resultado de estos movimientos opuestos, la volatilidad implícita del rendimiento de la deuda pública varió considerablemente en el transcurso de 2010, alcanzando un nivel máximo en mayo y septiembre y elevándose, en promedio, entre un 5% y un 7% en las dos áreas económicas. Pese a este aumento, en 2010 la volatilidad fue mucho más reducida que la observada hacia finales de 2008 y en el primer semestre de 2009, período en el que superó, en promedio, el 10% en ambas áreas.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, EuroMTS, Thomson Reuters y BCE.

Notas: El rendimiento de los bonos a diez años de la zona del euro se representa mediante el rendimiento del bono a diez años a la par que se deriva de la curva de rendimientos de los bonos soberanos de la zona del euro con calificación triple A estimada por el BCE. Para Estados Unidos, se presenta el rendimiento de los bonos a diez años.

Cabe destacar que, en conjunto, la evolución del rendimiento de la deuda pública a diez años a lo largo de 2010 fue, generalmente, bastante similar en Estados Unidos y en la zona del euro, aunque su correlación varió de forma significativa. Más concretamente, se observó una correlación bastante reducida en los cuatro primeros meses de 2010, ya que el rendimiento fue prácticamente estable en Estados Unidos pero descendió en la zona del euro. En esta parte del año, el crecimiento de la actividad económica fue bastante vigoroso en ambas áreas, como se reflejó, entre otras cosas, en que los precios de las acciones evolucionaron prácticamente a la par en Estados Unidos y en la zona del euro. Sin embargo, durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro fue impulsado a la baja por desplazamientos de fondos hacia activos más seguros originados por las turbulencias observadas en los mercados de deuda soberana de algunos países de la zona del euro, mientras que el rendimiento de los bonos estadounidenses se elevó, como resultado de la expansión económica en curso. Durante el resto del año, la correlación se elevó, especialmente a partir de julio, cuando el rendimiento convergió hacia valores similares en las dos áreas económicas y comenzó a evolucionar en paralelo. De hecho, la reevaluación del vigor de la recuperación económica en Estados Unidos y la reducción temporal de las turbulencias en los mercados de deuda soberana de la zona del euro dieron lugar a una evolución más sincronizada del rendimiento de los bonos a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, hacia finales de año, cuando se percibió que la actividad económica mundial estaba repuntando de nuevo, tal y como indicaba, entre otras cosas, un aumento del índice PMI global de diciembre, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años se elevó más rápidamente que el de la deuda pública de la zona del euro. Esta evolución se reflejó en los mercados de renta variable, en los que los precios de las acciones estadounidenses subieron a un ritmo bastante más rápido, posiblemente reflejando la preocupación del mercado de que las instituciones financieras europeas, en particular, pudiesen sufrir minusvalías, como

consecuencia de las tensiones que volvían a aparecer en los mercados de deuda soberana de la zona del euro.

Por lo que se refiere más específicamente a la evolución observada en el transcurso del año, aproximadamente entre mediados de noviembre de 2009 y principios de abril de 2010, los mercados de deuda pública de Estados Unidos y de la zona del euro siguieron una trayectoria algo diferente; el rendimiento de los bonos aumentó unos 50 puntos básicos en Estados Unidos y disminuyó unos 25 puntos básicos en la zona del euro. En esta parte del año, se esperaba que a ambos lados del Atlántico los tipos de interés oficiales se mantuviesen en niveles reducidos durante un largo período de tiempo, mientras que los datos macroeconómicos publicados confirmaban la fortaleza de la recuperación. Así pues, los movimientos divergentes del rendimiento de la deuda pública a largo plazo pueden explicarse básicamente por el aumento de los temores de los mercados respecto a la sostenibilidad de la situación presupuestaria de algunos países de la zona del euro, que ejerció en general presiones a la baja sobre el rendimiento de la deuda pública de mayor calidad de la zona del euro.

A partir de comienzos de abril, el rendimiento de los bonos estadounidenses empezó a bajar también, a un ritmo bastante acelerado, de modo que el diferencial de rendimiento entre las dos áreas se estrechó desde unos 60 puntos básicos a finales de marzo hasta casi cero a finales de junio. Mientras en la zona del euro la evolución económica continuaba siendo favorable y los indicadores de confianza mejoraban, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro con calificación crediticia AAA disminuyó entre episodios de mayores turbulencias en los mercados europeos de deuda soberana. Las tensiones en los mercados se atemperaron ligeramente después de que la UE aprobara un plan de rescate para Grecia en el fin de semana del 10 y 11 de abril, pero se agudizaron en días posteriores, cuando la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia (hasta una calificación de grado especulativo) y de la

de Portugal contribuyó a generar una crisis de confianza en la sostenibilidad de la situación de las finanzas públicas griegas. A su vez, la falta de confianza provocó una amplia reasignación de carteras hacia bonos con calificación AAA de la zona del euro o de Estados Unidos, que culminó en desplazamientos masivos de fondos hacia activos más seguros los días 6 y 7 de mayo. Debe observarse que el rendimiento de los bonos griegos a diez años había aumentado ya en relación con el de los correspondientes bonos alemanes en el primer trimestre de 2010, pero el rendimiento de la deuda pública se había mantenido en general estable en los demás países de la zona del euro, con unos riesgos de contagio bastante reducidos. La situación cambió de forma significativa a principios de abril, cuando, al margen de Grecia, el rendimiento se elevó también en Irlanda y Portugal, así como, en menor medida, en España, Italia y Bélgica. El deterioro de la percepción de sostenibilidad de la deuda de determinados países de la zona del euro en este período quedó evidenciado por los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS) soberanos, instrumentos utilizados por los inversores para protegerse frente al riesgo soberano.

La situación mejoró notablemente en el transcurso del mes de mayo, como resultado de las medidas sin precedentes adoptadas en la UE, entre las que cabe señalar las decisiones relativas al Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera. El 10 de mayo, el Eurosistema anunció también varias medidas encaminadas a restaurar un adecuado mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas medidas incluían el Programa para los Mercados de Valores, que preparó el terreno para las intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro. El mercado de renta fija de la zona puede haberse visto también favorecido en julio por la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas en la UE y por la correspondiente información sobre la exposición de las entidades de crédito al riesgo de deuda soberana. Sin embargo, las tensiones no desaparecieron completamente,

tal y como se deduce, entre otras cosas, del continuo aumento del rendimiento de la deuda en algunos países de la zona del euro, pese al nuevo descenso del rendimiento de los bonos alemanes. Este descenso puede haber estado relacionado no solo con desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, sino también con crecientes señales de desaceleración de la actividad económica en la zona del euro y, en particular, en Estados Unidos, principalmente evidenciada por un renovado deterioro de los mercados estadounidenses de trabajo y de la vivienda. De hecho, la desaceleración del ciclo económico estadounidense afectó al clima de los mercados en otras grandes economías y provocó importantes flujos de capitales hacia los mercados de deuda pública considerados menos arriesgados, lo que suscitó también expectativas de una nueva fase de medidas de expansión de la liquidez.

En el último trimestre del año, los rendimientos comenzaron a aumentar a ambos lados del Atlántico. La tendencia generalmente creciente de los rendimientos en este período fue acorde con un retorno a unas perspectivas económicas más benignas, que fueron más claras en la zona del euro que en Estados Unidos, donde se publicaron datos macroeconómicos generalmente positivos, pero muy heterogéneos. En comparación con la deuda soberana a largo plazo AAA, el rendimiento de los bonos de la mayor parte de los emisores soberanos de la zona del euro con calificaciones crediticias más bajas aumentó de forma mucho más acusada y su volatilidad fue mucho mayor durante el último trimestre del año. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años frente al bono alemán se amplió de modo especialmente notable en Irlanda, en 280 puntos básicos entre principios de septiembre y finales de noviembre, ya que los participantes en el mercado centraron su atención en este país al crecer su preocupación respecto a la carga fiscal asociada a la ayuda prestada por el Gobierno irlandés a su sector financiero. Las tensiones se extendieron también a Portugal y España, donde los diferenciales frente a los bonos alemanes se ampliaron en 110 y 105 puntos básicos,

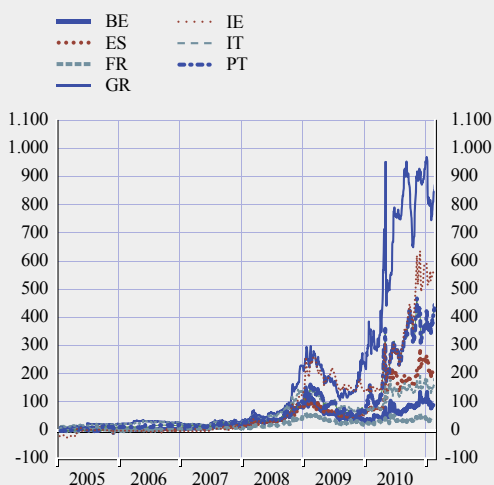
respectivamente, en el mismo período, mientras que fue muy limitado el contagio a otros países, como Grecia, Italia y Bélgica, donde los diferenciales solo se elevaron 7, 42 y 65 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico 13). La mayor preocupación en los mercados se tradujo, en esta última parte del año, en un incremento de la volatilidad implícita del rendimiento de los bonos tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

En comparación con el rendimiento nominal y con la evolución observada en 2009, el rendimiento real fluctuó mucho menos en 2010 y se mantuvo estable, en general, en torno al 1,5% en la zona del euro. El rendimiento real disminuyó 50 puntos básicos entre enero y septiembre, pero este descenso revirtió de forma completa en fechas posteriores. La subida posterior fue reflejo de unas perspectivas económicas más robustas, especialmente hacia finales de año. Dado que el rendimiento real permaneció estable, el descenso del rendimiento nominal implica que las expectativas de inflación *spot*,

medidas por la tasas de inflación implícitas, se redujeron generalmente a lo largo del año, de forma particularmente pronunciada en julio y agosto, estabilizándose ligeramente a partir de entonces (véase más abajo el recuadro 3). Las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años se mantuvieron estables alrededor del 2,5% entre enero y julio de 2010, y disminuyeron posteriormente, hasta situarse en torno al 2% a finales de año (véase gráfico 14). Sin embargo, la mayor parte de este descenso parece haber estado más relacionado con una reducción de las primas de riesgo de inflación que con variaciones de las tasas de inflación esperadas. Asimismo, la evolución de los bonos indicados con la inflación debe valorarse con cierta cautela, especialmente en condiciones de tensión. A este respecto, los resultados de la encuesta de Consensus Economics sobre las expectativas de inflación a medio y largo plazo, aun refiriéndose a un período de tiempo ligeramente diferente, apuntaron a un moderado aumento de la inflación esperada, desde el 1,9% de octubre de 2009 al 2,1% de octubre de 2010.

Gráfico 13 Diferenciales de deuda pública de algunos países de la zona del euro

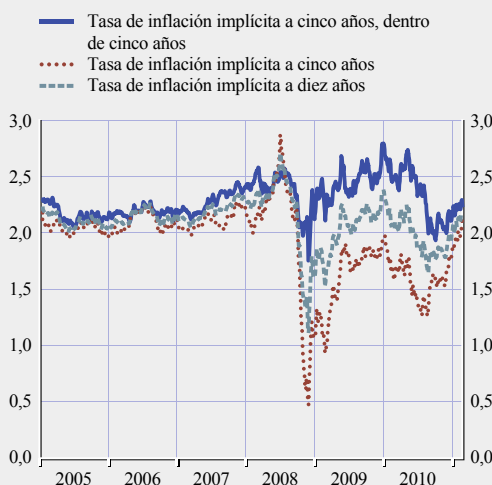
(puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.
Nota: Diferencial de rendimiento entre la deuda pública a diez años y el bono alemán correspondiente.

Gráfico 14 Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro

(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN DE LAS MEDIDAS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADAS EN EL MERCADO EN 2010

Las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado se utilizan frecuentemente para evaluar las perspectivas de inflación. Sin embargo, en períodos de crisis financiera, estas medidas han de interpretarse con especial cautela. Aunque los mercados financieros europeos experimentaron fuertes tensiones en 2010, las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado obtenidas de los *swaps* indicidos con la inflación y las derivadas de los bonos soberanos nominales y reales fueron menos volátiles y se vieron menos afectadas por distorsiones de liquidez que durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers. En este recuadro se analiza la evolución de las expectativas de inflación para la zona del euro en 2010, implícitas en los precios de los instrumentos de los mercados financieros.

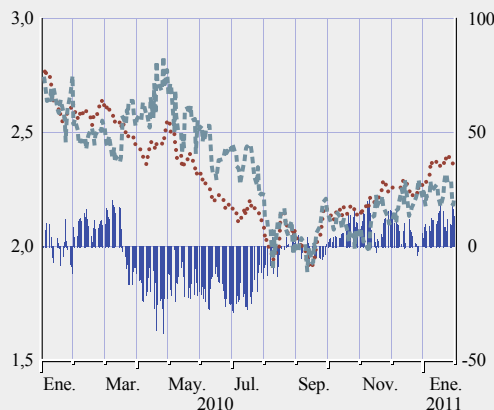
La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, obtenida de los bonos nominales e indicidos con la inflación, se mantuvo en general estable en el primer semestre del año, oscilando entorno al 2,5% (véase gráfico A), y disminuyó considerablemente durante el verano, recuperándose, solo en parte, hacia principios de 2011. Una medida alternativa, obtenida de los *swaps* indicidos con la inflación, refleja una evolución similar, aunque ligeramente menos volátil. En general, la volatilidad de las medidas de las expectativas de inflación basadas en el mercado fue mucho menor en 2010 que en años anteriores. Por ejemplo, la diferencia entre las tasas *forward* a cinco años dentro de cinco años obtenidas de los bonos y las derivadas de los *swaps* no superó de forma significativa los 30 puntos básicos en 2010, mientras que superó los 70 puntos básicos en el segundo semestre de 2008, en el momento culminante de la crisis que siguió al colapso de Lehman Brothers.

La disminución de las tasas de inflación implícitas *spot* y *forward* en 2010 se produjo en un contexto de ligero descenso del rendimiento real de los bonos a cinco años y de estabilidad del rendimiento de los bonos a diez años (véase gráfico B). Así pues, la disminución del rendimiento nominal reflejó, en gran medida, una reducción de la compensación por la inflación futura exigida por los participantes en el mercado. Esta compensación comprende un componente de inflación esperada y una prima de riesgo de inflación. Para separar estos dos componentes, en el gráfico C se presentan los resultados de la descomposición de las tasas de inflación *forward* a largo plazo, implícitas en un modelo de estructura temporal¹.

Gráfico A Tasas de inflación implícitas y tipos *swap* indicidos con la inflación

(porcentajes; puntos básicos)

- Diferencial entre el tipo *swap* a cinco años dentro de cinco años indicido con la inflación y la tasa de inflación implícita (escala derecha)
- Tipo *swap* a cinco años dentro de cinco años indicido con la inflación
- - - - Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años



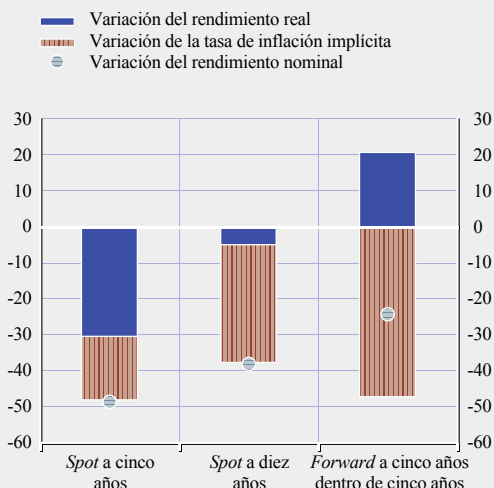
Fuentes: Thomson Reuters, EuroMTS y BCE.

Nota: Las tasas de inflación implícitas están desestacionalizadas.

1 Para más información, véase J.A. García y T. Werner, «Inflation risks and inflation risk premia», *Working Paper Series*, n.º 1162, BCE, marzo de 2010.

Gráfico B Variaciones de las tasas de inflación implícitas y de los rendimientos nominales reales en 2010

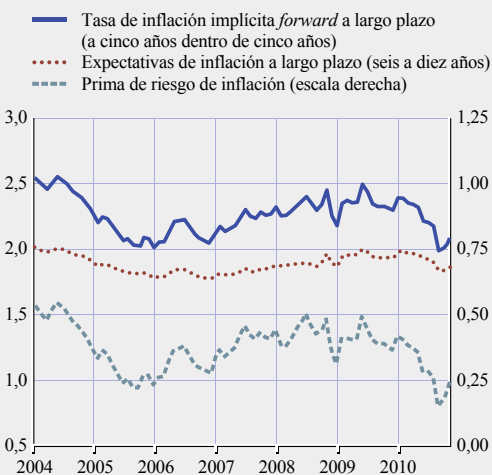
(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters, EuroMTS y BCE.
 Nota: Las tasas de inflación implícitas y el rendimiento real están desestacionalizados.

Gráfico C Descomposición de las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo basada en un modelo de estructura temporal

(puntos porcentuales)



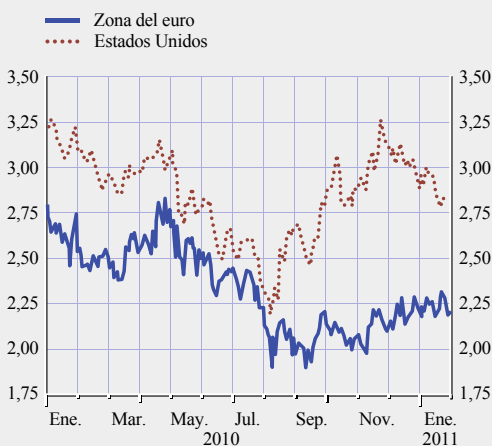
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Las tasas de inflación implícitas forward a largo plazo y sus componentes se consideran para el horizonte forward a cinco años dentro de cinco años. Para más detalles sobre el modelo de estructura temporal, véase el documento al que se hace referencia en la nota a pie de página n.º 1.

Las tasas de inflación implícitas basadas en el modelo, extraídas de las observaciones de la volatilidad de los mercados, descendieron en 2010, con un ligero repunte hacia comienzos de 2011. Esta evolución se debió en mayor medida a variaciones de la prima de riesgo de inflación que a variaciones de las expectativas de inflación, que permanecieron en general estables en un nivel próximo a su media de largo plazo. Esta conclusión viene corroborada por los datos de las encuestas relativos a las expectativas de inflación a más largo plazo para la zona del euro, que se mantuvieron bastante estables en 2010.

Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro (esto es, la compensación por inflación) fueron algo más estables que las de Estados Unidos en 2010 (véase gráfico D). Mientras que el descenso registrado entre mayo y agosto de 2010 se produjo en el marco de una evolución general reflejada también en los indicadores de Estados Unidos, la estabilización de las tasas forward a largo plazo de la zona del euro en la última parte del año y a principios de 2011 no se observó en Estados Unidos.

Gráfico D Tasas de inflación implícitas forward a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro y Estados Unidos

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters, Reserva Federal y cálculos del BCE.

En general, los indicadores de las expectativas de inflación de la zona del euro basados en el mercado sugieren que la compensación por la inflación y el riesgo de inflación exigida por los participantes en el mercado a medio y largo plazo disminuyó en 2010, especialmente en los meses de verano. Esta evolución se debió, en gran medida, a la reducción de la prima de riesgo de inflación, mientras que las expectativas de inflación permanecieron, en general, estables en torno a su media de largo plazo y firmemente ancladas en línea con el objetivo del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

En los dos primeros meses de 2011, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentaron ligeramente, superando los niveles registrados a finales de 2010, mientras que en Estados Unidos se mantuvieron prácticamente estables, en torno a esos valores. La estabilidad general de los rendimientos a largo plazo observada en ambas áreas económicas en los dos primeros meses de 2011 oculta algunas oscilaciones relativamente pronunciadas. De hecho, los rendimientos alcanzaron un máximo relativo a comienzos de febrero, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de la disminución de las tensiones en la zona del euro, que se revirtió casi completamente durante el resto del mes, debido también a un aumento de los riesgos geopolíticos. En la zona del euro, los diferenciales de rendimiento a diez años frente a los bonos alemanes correspondientes volvieron a estrecharse en los dos primeros meses de 2011, reflejo, entre otros factores, de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la posible ampliación del ámbito y del tamaño de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, así como de las subastas de deuda que encontraron una demanda más alta de lo previsto.

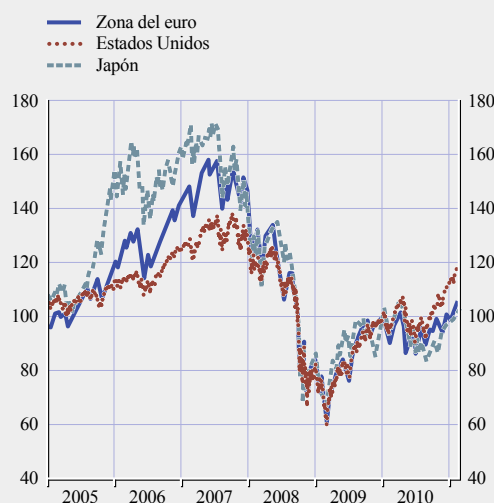
RECUPERACIÓN MÁS LENTA DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LA ZONA DEL EURO EN 2010

Aunque los índices bursátiles registraron ganancias similares en Estados Unidos y en la zona del euro en 2009 (aproximadamente el 23,5% en ambos casos), mostraron una evolución bastante diferente en las dos áreas en 2010. El índice de Estados Unidos registró una tasa de crecimiento de casi el 13%, considerablemente por encima del índice de la zona del euro,

que apenas experimentó cambios (véase gráfico 15). Pese a la evolución divergente seguida en el año 2010 en su conjunto, los precios de las acciones registraron en ambas áreas económicas frecuentes alzas y bajas a lo largo del año, con ganancias y pérdidas del orden del 10% en relación con los niveles de finales de 2009, de modo que la volatilidad realizada experimentó importantes fluctuaciones. Como reflejo de estas fluctuaciones y de la evolución de las expectativas de los inversores respecto a tensiones futuras, la volatilidad implícita de los precios de las acciones varió también considerablemente a lo largo de 2010, alcanzando un máximo cercano al 35% (media anualizada en ambas áreas económicas) a finales de mayo, aunque

Gráfico 15 Principales índices bursátiles

(cambio de base de los índices a 100 el 1 de enero de 2010; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Los índices utilizados son el Dow Jones EURO STOXX ampliado para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

la volatilidad máxima observada en 2010 fue muy inferior a la registrada entre diciembre de 2008 y marzo de 2009. En conjunto, a lo largo de 2010 se observó una mayor incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios de las acciones en la zona del euro que en Estados Unidos.

Tras registrar una evolución positiva en la última parte de 2009, los precios de las acciones disminuyeron en enero y febrero de 2010 tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Es posible que este descenso se debiera también a que las turbulencias observadas en los mercados de deuda soberana de la zona del euro influyeran cada vez más en el clima de los mercados. En la zona del euro, el descenso más acusado se registró en los precios de las acciones del sector financiero, mientras que los resultados de otros sectores fueron bastante dispares, sin que mostraran una tendencia clara. Por el contrario, en Estados Unidos los resultados del sector financiero fueron mucho mejores, como consecuencia, especialmente, del vigoroso crecimiento de los beneficios de las principales entidades de crédito. Al disiparse los temores respecto a la deuda, los precios de las acciones volvieron a subir en ambas áreas económicas, aproximadamente hasta principios de mayo, alcanzando sus niveles más altos desde noviembre de 2008. Esta evolución positiva también se vio impulsada por la publicación de datos que reflejaban una evolución económica favorable en el primer trimestre del año y por el aumento de la tasa de crecimiento de los beneficios que, pese a mantenerse en valores negativos, empezó a mostrar las primeras señales de recuperación con respecto a una situación muy deteriorada. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, el crecimiento efectivo de los beneficios pasó del -40% registrado en noviembre de 2009 al -22% observado en febrero de 2010, mes en el que el crecimiento de los beneficios esperado en los doce meses siguientes se situó en el 27%.

Al recrudecerse las tensiones relacionadas con la deuda en la zona del euro en mayo, el aumento

de la aversión al riesgo a escala mundial desplazó fondos hacia los mercados de bonos alemanes y estadounidenses, considerados relativamente más seguros. En consecuencia, se produjo una fuerte presión vendedora en los mercados internacionales de valores, lo que ensombreció la contribución positiva de la publicación de datos económicos positivos, y los precios bajaron de forma significativa en ambas áreas. Como ocurrió en enero y febrero, los precios de las acciones del sector financiero en la zona del euro fueron los primeros en verse afectados por la aparición de tensiones, reflejo de la preocupación respecto a posibles minusvalías de los valores de deuda pública de la zona mantenidos por las entidades de crédito. Sin embargo, la intensidad de las turbulencias registradas en este período provocó también un descenso de los precios de las acciones del sector no financiero tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

Entre mayo y agosto, los índices bursátiles siguieron oscilando en un estrecho intervalo, reflejo de las fluctuaciones del clima de los mercados y de la aversión al riesgo. Mientras que la moderación de las tensiones y de las expectativas acerca de la volatilidad futura hizo posible que los precios de las acciones se recuperaran inicialmente de las pérdidas sufridas a principios de mayo, posteriormente volvieron a producirse pérdidas, ya que el crecimiento económico comenzó a perder impulso a escala mundial y los participantes en el mercado volvieron a centrar su atención en los problemas de deuda de algunos países de la zona del euro. Durante el mismo período, las expectativas de los mercados respecto al crecimiento de los beneficios en los doce meses siguientes se mantuvieron en una tasa superior al 20% en Estados Unidos y en la zona del euro, de modo que el descenso de los precios de las acciones fue reflejo, fundamentalmente, del efecto del riesgo, que fue superior a la contribución positiva derivada de la evolución favorable de los dividendos esperados.

En el último trimestre del año, los índices bursátiles amplios se elevaron a ambos lados del

Atlántico. En Estados Unidos, la evolución de los mercados de renta variable estuvo determinada por datos económicos divergentes, aunque generalmente positivos, y por evidencias de una evolución favorable de los beneficios de las empresas cotizadas en el tercer trimestre del año. Al mismo tiempo, este efecto positivo puede haber sido contrarrestado, en parte, por la incertidumbre de los inversores acerca de la sostenibilidad de la recuperación en Estados Unidos. En la zona del euro, la evolución positiva del crecimiento respaldó los precios de las acciones, mientras que el aumento de los tipos de interés a largo plazo y las renovadas tensiones en los mercados de deuda soberana pueden haber tenido un impacto negativo. Sin embargo, el efecto negativo de las tensiones del mercado europeo de deuda soberana sobre el mercado europeo de renta variable observado en este período solo afectó al sector financiero de aquellos países en los que las turbulencias fueron más intensas, mientras que en otros sectores y países siguieron registrándose expectativas de sólido crecimiento. De hecho, las perspectivas de los inversores en los mercados de renta variable respecto a la mayor parte de los sectores empresariales distintos del sector financiero continuaron siendo bastante positivas, y el descenso de los precios de las acciones bancarias en Grecia fue varias veces superior al registrado en los sectores bancarios francés y alemán. En general, los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro disminuyeron en torno al 15% en 2010, mientras que los de las acciones del sector no financiero aumentaron un 7,5%. Durante el mismo período, en Estados Unidos, los precios de las acciones del sector financiero se elevaron un 11% y los de las acciones del sector no financiero subieron alrededor de un 15%.

En los dos primeros meses de 2011, los precios de las acciones aumentaron en la zona del euro y en Estados Unidos. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el segundo semestre de 2010, cuando los precios de las acciones subieron en Estados Unidos el doble que en la zona del euro, en los dos primeros meses de 2011 las ganancias fueron prácticamente similares en las dos áreas económicas, situándose en torno al 5%.

La evolución de los precios de las acciones fue resultado, principalmente, de los anuncios de beneficios en general mejores de lo previsto por los participantes en el mercado, así como de la continua mejora de las perspectivas económicas en ambas áreas económicas.

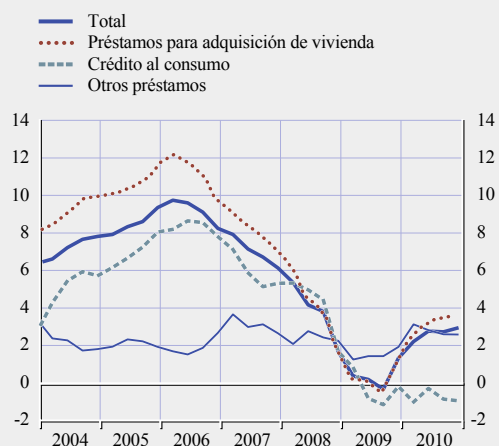
MODERACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

En 2010, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares aumentó de nuevo, aunque a un ritmo moderado, y, según las estimaciones, en el cuarto trimestre del año se situó en el 2,8%. Este incremento reflejó fundamentalmente la evolución de los préstamos concedidos por las IFM a este sector, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones distintas de IFM volvió a experimentar un descenso en 2010, como consecuencia, en gran parte, de la disminución de las operaciones de titulización.

Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo los principales impulsores del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos hipotecarios se situó en el 3,7% en diciembre de 2010, desde el

Gráfico 16 Préstamos concedidos por las IFM a los hogares

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

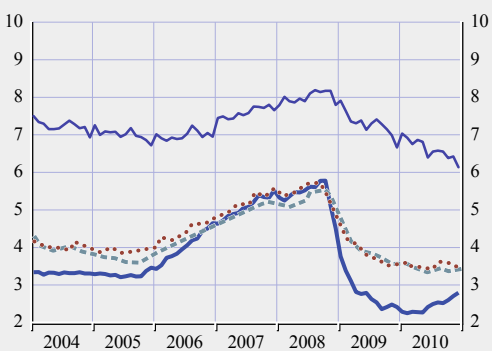
1,5% de diciembre de 2009 (véase gráfico 16). No obstante, la magnitud de los flujos de entrada se estabilizó en el segundo semestre del año. La evolución de estos préstamos reflejó las tendencias de los precios de los inmuebles residenciales, que experimentaron aumentos moderados en 2010, tras los considerables descensos registrados en 2009. También fue acorde con la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios, que puso de manifiesto una reducción del porcentaje neto de entidades de crédito que indicaron que habían endurecido los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. Los resultados de la encuesta señalaron asimismo que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se había incrementado, especialmente en la primera parte del año. Los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a los hogares disminuyeron ligeramente en 2010: 19 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y 52 puntos básicos en el del crédito al consumo.

Diferente comportamiento del de los préstamos hipotecarios tuvo el crédito al consumo, cuya tasa de crecimiento interanual no logró recuperarse y permaneció en niveles inferiores a cero en 2010. El crédito al consumo evolucionó también en consonancia con factores económicos, como se apreció, por ejemplo, en las fuertes caídas de las ventas de automóviles (tras la finalización de los planes para incentivar la sustitución de vehículos en la mayoría de los países) o en los resultados de las encuestas de opinión de los consumidores, que mostraron una disposición bastante limitada a realizar compras importantes. Además, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios indicaron que la demanda de crédito al consumo continuaba siendo débil. Es posible que esta evolución divergente del crédito al consumo y de los préstamos para adquisición de vivienda también refleje, en cierta medida, la de los tipos de interés. El coste de financiación del crédito al consumo tiende a ser más elevado que el de los préstamos para adquisición de vivienda, ya que no suele estar tan bien garantizado como estos últimos. Con todo, los tipos de interés

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

(porcentajes; excluidas las comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- Tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a sociedades no financieras
- Tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a sociedades no financieras
- - - - Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para crédito al consumo



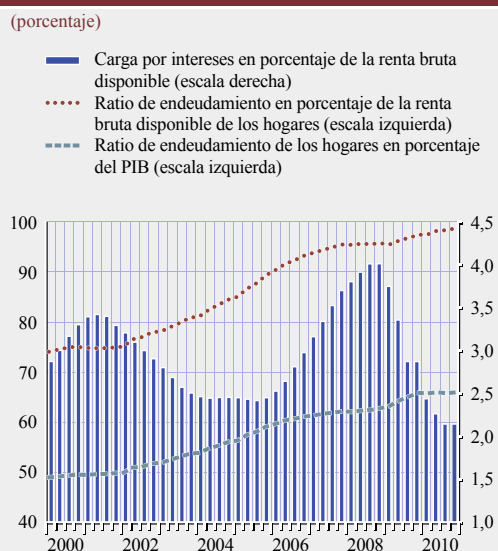
Fuente: BCE.

aplicados al crédito al consumo experimentaron un descenso en 2010, especialmente los de los préstamos hasta un año (véase gráfico 17).

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES CONTINUÓ AUMENTANDO, AUNQUE SU CARGA POR INTERESES SIGUIÓ DISMINUYENDO

El endeudamiento de los hogares experimentó un incremento moderado en 2010, aunque siguió siendo superior al de su renta disponible. En consecuencia, la ratio de endeudamiento de este sector continuó aumentando y, según las estimaciones, se situó en el 98,8% en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 18). En cambio, su ratio de endeudamiento en relación con el PIB se mantuvo prácticamente invariable con respecto al nivel observado en diciembre de 2009, ya que el PIB real creció más que la renta disponible de los hogares. Aunque el endeudamiento de este sector prácticamente no se modificó en la zona del euro y descendió visiblemente en Estados Unidos y en el Reino Unido, en la zona del euro sigue en niveles más reducidos. Al mismo tiempo, la evolución del endeudamiento de los hogares continuó siendo considerablemente heterogénea en los países

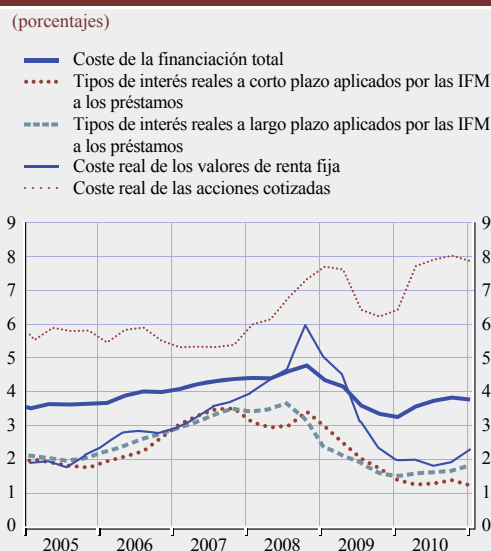
Gráfico 18 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares incluye el total de préstamos a hogares otorgados por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye los costes de financiación totales pagados por los hogares, pues excluye las comisiones desembolsadas por servicios financieros. Los datos del último trimestre se han estimado en parte.

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



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual del BCE de marzo de 2005).

de la zona, y permaneció en niveles claramente por encima de la media de la zona en aquellos países que también experimentaron tensiones en el mercado de deuda soberana.

La carga por intereses de los hogares (es decir, los pagos de intereses en porcentaje de la renta disponible) experimentó un descenso moderado en 2010, aunque se estabilizó hacia el final del año. Esta evolución fue consecuencia de dos factores: una nueva reducción de los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de préstamo o a la renegociación de préstamos ya existentes por efecto de la transmisión de los tipos de interés oficiales, y un ligero aumento de la renta disponible de los hogares.

COSTE REDUCIDO, EN TÉRMINOS HISTÓRICOS, DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA EN 2010

Tras el acusado descenso registrado en 2009, el coste real total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

experimentó un ligero repunte, en un entorno de aumento de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana en los mercados financieros durante 2010. Tras esta evolución se ocultaron diferencias considerables en las diversas fuentes de financiación. Mientras que la disminución del coste real de los préstamos bancarios y de la emisión de valores de renta fija tocó fondo en 2010, el coste real de la emisión de acciones se incrementó considerablemente, hasta alcanzar niveles récord a finales de año (véase gráfico 19). En conjunto, el coste real total de la financiación externa se mantuvo en un nivel reducido, en términos históricos, en 2010.

Más concretamente, en lo que respecta al coste de la financiación bancaria, los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos experimentaron un ligero descenso, desde el 1,62% en diciembre de 2009 hasta el 1,4% en diciembre de 2010.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos reflejan principalmente la evolución de los tipos del mercado monetario, que suelen influir en los costes de financiación a corto plazo de las entidades. Entre finales de 2009 y finales de 2010, el EURIBOR a tres meses registró un aumento moderado, de 33 puntos básicos: alcanzó un mínimo en abril de 2010, en el 0,64%, y posteriormente fue incrementándose lentamente, hasta alcanzar el 1,03% al final del año. Una trayectoria muy próxima siguieron los tipos de interés nominales a corto plazo de las entidades en sus préstamos a las sociedades no financieras, aunque el progresivo aumento de las expectativas de inflación a corto plazo llevó a una disminución de 22 puntos básicos de los tipos reales a corto plazo de los préstamos bancarios a lo largo del año.

Los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos tocaron fondo a principios de 2010, y el resultado de la evolución posterior a lo largo del año fue un ligero aumento, desde el 1,56% a finales de 2009 hasta el 1,71% a finales de 2010. Los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos tienden a reflejar principalmente las variaciones de los rendimientos de la deuda pública. El rendimiento de la deuda pública a siete años obtenido de la curva de rendimientos de la zona del euro continuó disminuyendo durante la mayor parte de 2010, situándose en el 2,11% en agosto; posteriormente, hacia finales de año, se incrementó, lo que se tradujo en un descenso total de 33 puntos básicos entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010. Los tipos de interés nominales a largo plazo aplicados a los préstamos no siguieron el mismo patrón, ya que se estabilizaron antes y mostraron una tendencia moderada al alza hacia el final de 2010. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos bancarios y los rendimientos de la deuda pública comparable tendieron a ampliarse de nuevo y registraron un máximo de más de 100 puntos básicos durante la crisis de la deuda soberana, retornando con ello a los

órdenes de magnitud observados durante las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros en 2008.

La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos en 2010 también reflejó, en gran parte, la desaparición gradual de la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela. Pese a las turbulencias registradas en los mercados financieros, en general, las entidades de la zona del euro parecen haber trasladado la reducción de los tipos de interés oficiales en consonancia con patrones históricos.

El coste real de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija se vio influido de manera significativa por la evolución de los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia entre los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública) en 2010. Pese al aumento de los diferenciales observado entre mayo y agosto de 2010, en un entorno de intensificación de las tensiones en el mercado de deuda soberana que empujó a los inversores financieros a inclinarse por activos más líquidos y seguros, en 2010, el coste real medio de la financiación en los mercados se situó por debajo del de años anteriores y cayó hasta registrar uno de los niveles más bajos observados.

En cambio, el coste real de la emisión de acciones cotizadas experimentó un acusado aumento en 2010, impulsado, en particular, por la rápida recuperación de las expectativas de beneficios empresariales de dos a cinco años vista. Entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, este coste se incrementó 194 puntos básicos y alcanzó un máximo histórico, como consecuencia del aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA CONTINUÓ DISMINUYENDO EN 2010

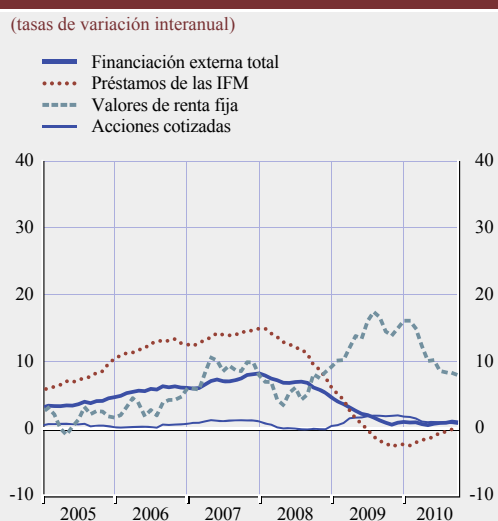
La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no

financieras de la zona del euro continuó disminuyendo en 2010, impulsada por la contracción de los préstamos concedidos por las IFM, que quedó contrarrestada por una emisión positiva, aunque en descenso, de valores de renta fija y de acciones (véase gráfico 20). Pese a la mejora generalizada de las condiciones económicas, las necesidades de financiación externa de las sociedades no financieras continuaron viéndose limitadas por la moderación del gasto en inversión y la reducción de las operaciones de fusión y adquisición, así como por la mayor disponibilidad de financiación interna. Hacia finales de 2010 se observaron señales de que las necesidades de financiación de las empresas se iban normalizando gradualmente y estaban aumentando. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, la demanda neta de préstamos por parte de empresas pasó a ser positiva, tras haber permanecido en niveles negativos durante más de dos años. De acuerdo con los resultados de la encuesta, las existencias y el capital circulante,

en particular, contribuyeron de manera creciente a esta renovada demanda de préstamos.

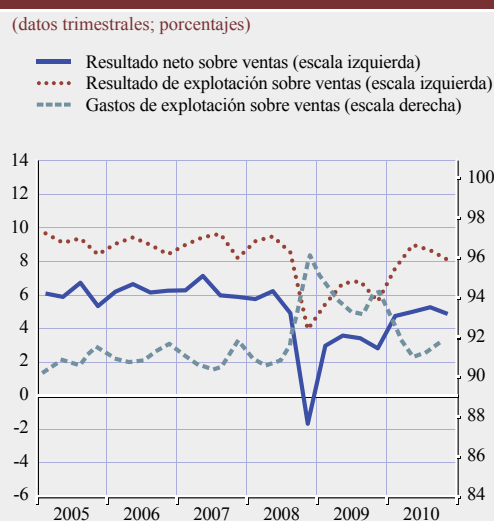
Más concretamente, uno de los principales factores que impulsaron la demanda relativamente reducida de financiación externa en 2010 fue la recuperación generalizada de las ventas y de la rentabilidad del sector de sociedades no financieras, que mejoró sustancialmente la disponibilidad de financiación interna. Según los estados financieros de sociedades no financieras cotizadas, la rentabilidad, medida por el resultado neto en relación con las ventas, registró un acusado repunte en 2010 (véase gráfico 21). El aumento de la disponibilidad de fondos internos reflejó el incremento de las tenencias de efectivo, que muy probablemente tuvieron su origen en las persistentes reducciones de costes y en los menores pagos netos por intereses y dividendos. La mejora de la situación financiera de las empresas debe matizarse, ya que los resultados de la encuesta pusieron de manifiesto que, en 2010, la evolución de la rentabilidad de las

Gráfico 20 Financiación externa de las sociedades no financieras, por instrumento



Fuente: BCE.
 Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

Gráfico 21 Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro



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

pequeñas y medianas empresas (pymes) fue menos favorable que la de las grandes empresas, lo que sugiere que las primeras pueden ser más frágiles que las grandes empresas o que van ligeramente a la zaga de estas⁴.

Además de beneficiarse de la mejora de la disponibilidad de financiación interna, las sociedades no financieras de la zona del euro parecen haber recurrido a una gama más amplia de fuentes de financiación en los últimos años, sustituyendo la financiación bancaria por la financiación en los mercados y, en particular, mediante un uso creciente de la emisión de valores de renta fija. Este proceso de «desintermediación» comenzó en 2009 y continuó en 2010, y se tradujo en una demanda considerablemente menor de préstamos bancarios. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos, que tocó fondo en el primer trimestre del año, permaneció en niveles negativos durante 2010. Los préstamos a corto plazo se resintieron particularmente, ya que la caída de la demanda se vio amplificada por la sustitución de préstamos de corto plazo por préstamos a largo plazo que se está produciendo. En promedio, la tasa de crecimiento interanual

de los préstamos a corto plazo (es decir, los préstamos con un tipo fijo inicial a un plazo inferior a un año) descendió hasta casi el -9% en 2010, mientras que la de los préstamos a largo plazo (esto es, los préstamos con plazo fijo inicial de más de cinco años) se mantuvo positiva y se situó en torno al 3%. No obstante, si se tiene en cuenta la especial severidad de la recesión reciente y este proceso de sustitución, la evolución del crecimiento de los préstamos a las empresas parece haber seguido siendo acorde, en líneas generales, con regularidades históricas del ciclo económico. El impacto de la crisis financiera fue significativo, pero no se tradujo en una interrupción brusca de la concesión de crédito a la economía. Durante el año, las entidades de crédito comenzaron a indicar un menor grado de endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las empresas, debido fundamentalmente a la menor contribución de factores de riesgo como la situación económica general o el riesgo de impago de los prestatarios (véase recuadro 4).

4 Véase la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro», BCE, octubre de 2010 (disponible en el sitio web del BCE).

Recuadro 4

INTERPRETACIÓN DE INDICADORES BASADOS EN ENCUESTAS DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN APLICADOS A LOS PRÉSTAMOS A LAS EMPRESAS

La crisis financiera provocó un endurecimiento excepcional de los criterios aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro para la aprobación de préstamos al sector privado, y en particular a las sociedades no financieras, en 2008. Desde 2009, estos criterios han seguido endureciéndose aunque gradualmente en menor medida. En este recuadro se analiza detalladamente la evolución de indicadores basados en encuestas de los citados criterios de aprobación, principalmente en 2010, y se realiza una interpretación de cuál es la medida en la que pueden aportar evidencia respecto a restricciones en la oferta de crédito.

Normalización progresiva de los indicadores basados en encuestas de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos

Los detallados resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios que publica el BCE incluyen los porcentajes netos de entidades de crédito que señalan un endurecimiento de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras, calculados como la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de

los préstamos se han endurecido en cierta medida o considerablemente y el que ha respondido que se han relajado en cierta medida o considerablemente. Por tanto, una cifra positiva señala un endurecimiento neto y una cifra negativa indica una relajación neta de los criterios de aprobación. Durante las turbulencias en los mercados financieros, el porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que señaló que los criterios de aprobación se habían endurecido aumentó considerablemente, hasta el 64% a finales de 2008. Desde entonces, este porcentaje neto ha disminuido gradualmente sin que, no obstante, se haya pasado a una relajación de los criterios de aprobación. En 2010, las entidades de crédito de la zona del euro mantuvieron una posición de endurecimiento moderado durante todo el año, y el porcentaje neto de entidades que respondió que había endurecido los criterios fluctuó en niveles ligeramente por debajo de la media de largo plazo (véase gráfico A).

Gráfico A Cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que han contribuido al endurecimiento de los criterios)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

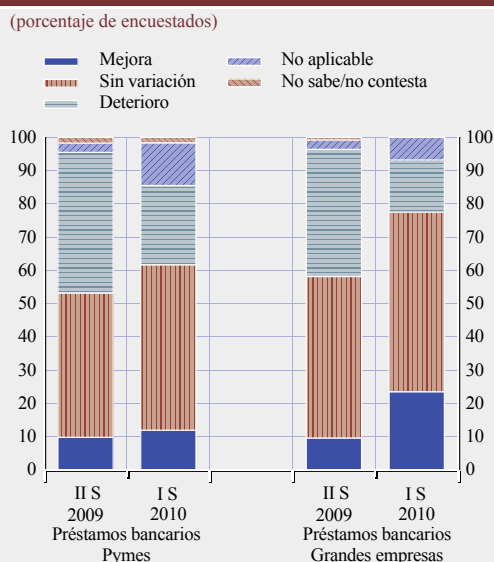
Sin embargo, en el segundo trimestre del año, en contraposición a las expectativas, la tendencia a la baja observada en el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se invirtió temporalmente, en un entorno de tensiones provocadas por la crisis de la deuda soberana. Después de esta evolución negativa de los criterios en el segundo trimestre de 2010, los datos correspondientes al segundo semestre del año apuntaron a una estabilización, con un 4% de entidades, seguido de un 0%, que indicaron que los criterios de aprobación se habían endurecido, en términos netos.

Las presiones sobre los ratios de capital y las posiciones de financiación asociadas a las turbulencias financieras que comenzaron a mediados de 2007 han llevado a las entidades de crédito de la zona del euro a revisar sus ratios de apalancamiento. En general, las entidades se han encontrado en una situación que ha hecho que tengan que desprenderse de activos, empezando con aquellos más líquidos y a más corto plazo, mientras que el crédito a las empresas y los hogares, como activos a más largo plazo, figuran al final de la lista de activos de los que prescindir. Generalmente, estos activos sólo pueden reducirse mediante la ejecución de los préstamos existentes o imponiendo restricciones a los nuevos préstamos. Por tanto, parte del endurecimiento de los criterios observado recientemente puede explicarse por estas restricciones «puras» por el lado de la oferta de préstamos relacionadas con la preocupación en torno al balance de las entidades. Los resultados detallados de la encuesta indican que, en 2010, la percepción de los riesgos, es decir, la valoración de las entidades del posible impacto de las condiciones macroeconómicas sobre los perfiles de riesgo y la solvencia de los prestatarios, realmente desempeñaron un destacado papel a la hora de explicar el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación del crédito. En comparación con 2008 y 2009, las restricciones «puras» por el lado de la oferta parecen proporcionar difícilmente una explicación del endurecimiento de los criterios de aprobación, lo que apunta a una normalización gradual de la disposición de las entidades a conceder préstamos al sector privado. Es probable que esto siga contribuyendo a reducir el riesgo de que se produzca una contracción del crédito, que no se materializó como consecuencia del desplome

de la demanda de préstamos, mientras que el impacto de las restricciones «puras» asociadas a la oferta quedó limitado por las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE.

La evidencia procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios puede complementarse con los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes). La encuesta sobre el acceso a la financiación más reciente, que abarcó el período comprendido entre marzo y septiembre de 2010, apuntó a una ligera mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios (véase gráfico B). En términos netos, se mantuvo la percepción de las pymes de que, en general, la disponibilidad de préstamos había empeorado, pero el número de empresas que señaló que se había deteriorado se redujo a la mitad en comparación con las encuestas realizadas en 2009. En cuanto a las grandes empresas, el porcentaje que indicó que la disponibilidad de préstamos bancarios había mejorado fue superior al que señaló que había empeorado. Los resultados de la encuesta también apuntaron a una mayor tasa de éxito en las solicitudes de préstamos bancarios y a que la disposición de las entidades a conceder nuevos préstamos había mejorado levemente.

Gráfico B Disponibilidad de préstamos bancarios a empresas de la zona del euro



Fuente: Encuesta de la Comisión Europea y del BCE sobre el acceso a la financiación de las pymes en la zona del euro.

Nota: El primer semestre (I S) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Una interpretación alternativa de los resultados de la encuesta relativos a los criterios de aprobación de los préstamos

Aunque los resultados de las encuestas de 2010 señalan una normalización paulatina de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos, se ha de destacar que estos resultados se centran en los cambios y que no se proporciona directamente una valoración del nivel de los citados criterios. Dado que los criterios de aprobación se han endurecido de forma continuada durante más de dos años, se puede plantear la pregunta de si el nivel de los criterios puede influir en la oferta total de crédito y de qué manera.

En principio, el nivel de los criterios de aprobación se puede aproximar acumulando en el tiempo las variaciones porcentuales netas de las condiciones del crédito. De este modo se aprecia una tendencia al alza en la serie, lo que puede indicar un sesgo hacia el endurecimiento de los criterios en las respuestas de las entidades. El mismo fenómeno puede observarse en la encuesta de Estados Unidos equivalente a la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, la «Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices». Se puede suponer que la media de largo plazo de los criterios de aprobación (que se sitúa en un endurecimiento medio, en términos netos, del 16%) es una medida muy simple de este sesgo. Al mismo tiempo, dado

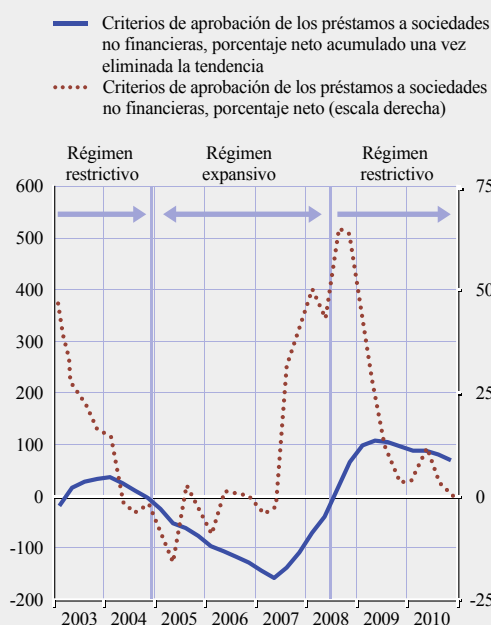
que el período de observación disponible es relativamente corto, esta media de largo plazo incluye más ciclos de endurecimiento que de relajación de los criterios y, por tanto, puede sobrestimar el sesgo real. Una vez eliminada la tendencia para tener en cuenta el posible sesgo, los criterios de aprobación acumulados pueden utilizarse para definir distintos regímenes en lo que se refiere a los criterios de aprobación de los préstamos, en los que las desviaciones negativas con respecto a la tendencia indican una orientación expansiva de los criterios y las desviaciones positivas una orientación restrictiva.

A partir de este análisis, el período comprendido entre 2003 y 2004 puede identificarse como un período con un «régimen restrictivo en lo que respecta a los criterios de aprobación» de los préstamos a empresas, mientras que el período comprendido entre principios de 2005 y mediados de 2008 corresponde a un período con un «régimen expansivo en lo que se refiere a los criterios de aprobación» (véase gráfico C).

Posteriormente, el indicador apunta a un nuevo período de restricción del crédito, y a finales de 2010 se mantenía bastante por encima de su tendencia histórica.

En general, el endurecimiento de los criterios de aprobación tiende a frenar el crecimiento de los préstamos, mientras que la relajación de los criterios genera un aumento del crecimiento. La evidencia empírica obtenida utilizando el indicador de nivel puso de manifiesto efectos no lineales adicionales. En concreto, el impacto de los criterios de aprobación sobre el crecimiento de los préstamos parece mitigarse en función del régimen de criterios de aprobación aplicado: en un régimen de criterios restrictivos, el impacto negativo del endurecimiento neto de los criterios de aprobación sobre el crecimiento de los préstamos no es tan acusado como durante un período con un régimen de criterios expansivos (por ejemplo, entre mediados de 2007 y 2008). De igual modo, el efecto positivo sobre el crecimiento de los préstamos de una relajación neta de los criterios de aprobación es moderado en un régimen restrictivo, y es necesario un período más prolongado de relajación continuada de los criterios para que el impacto sobre el crecimiento de los préstamos sea positivo. Esto parece pertinente para la evolución observada en 2010. Debido al impacto retardado del endurecimiento de los criterios de aprobación y a los efectos no lineales que se advierten, los resultados de las encuestas sobre préstamos bancarios realizadas en 2010 apuntan a un posible efecto negativo de los factores asociados a la oferta sobre el crecimiento de los préstamos más allá de finales de 2010 y en el primer semestre de 2011, pese a la aparente normalización de los cambios en los criterios de aprobación. De cara al futuro, subsiste el reto de ampliar la disponibilidad de crédito al sector privado cuando se estabilice la demanda.

Gráfico C Regímenes restrictivos y expansivos en lo que respecta a los criterios de aprobación de los préstamos y criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuente: BCE.

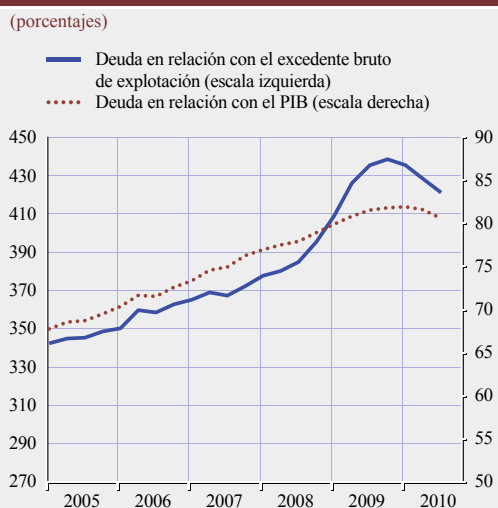
El crecimiento interanual de la emisión de valores de renta fija registró un máximo del 12,3% en el primer trimestre de 2010, y durante el resto del año se redujo gradualmente. La intensa demanda de los inversores durante la mayor parte del año puede haberse visto favorecida por la búsqueda de rendimientos de las inversiones, y por la mejora de los balances de las empresas. En el segmento de alta rentabilidad, las emisiones alcanzaron máximos históricos en 2010. Al mismo tiempo, la emisión de acciones cotizadas se mantuvo contenida y tendió a disminuir, posiblemente moderada por el aumento del coste de emisión de este tipo de valores.

DISMINUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS

Como el repunte de los beneficios empresariales no fue acompañado de un aumento significativo de la inversión ni por un crecimiento vigoroso de la remuneración de los asalariados, la recuperación de los flujos de renta se tradujo en un acusado incremento de la tasa de ahorro del sector de sociedades no financieras de la zona del euro, que continuó durante 2010. En el segundo trimestre del año, la tasa de crecimiento de los activos totales pasó a ser positiva por primera vez desde principios de 2009, impulsada por la acumulación de efectivo. Como consecuencia de los esfuerzos de desapalancamiento de las empresas y del rápido aumento del ahorro empresarial en relación con el PIB, la brecha de financiación (en un sentido amplio, la medida en que las sociedades no financieras necesitan recurrir a fuentes externas para financiar sus inversiones) pasó a ser positiva en 2010, por primera vez en más de una década, lo que automáticamente sugiere que las empresas disponían de suficientes fondos internos para cubrir sus necesidades de financiación de inversiones.

En consecuencia, el endeudamiento de las empresas se redujo considerablemente en 2010 (véase gráfico 22). En el tercer trimestre del año, las ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación cayeron hasta el 80,6% y el 421,1%, respectivamente. No obstante, las tasas de impago previstas para

Gráfico 22 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores de renta fija emitidos y reservas de los fondos de pensiones. La información incluida abarca hasta el tercer trimestre de 2010.

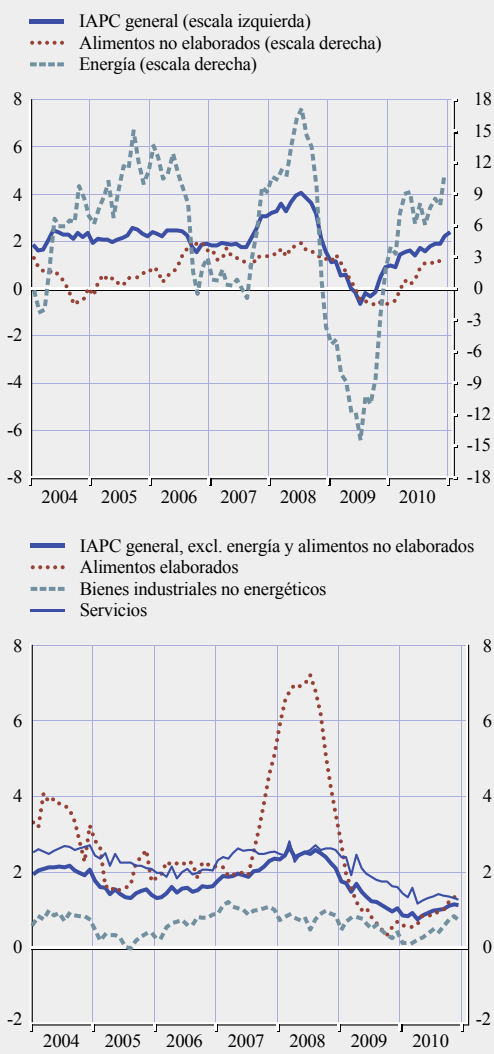
las empresas de la zona del euro se mantuvieron en cotas muy elevadas durante la mayor parte de 2010. De hecho, las ratios de deuda permanecen en niveles muy altos, y sugieren que el sector de empresas de la zona sigue siendo vulnerable a los aumentos de los costes de financiación externa o a la moderación de la actividad económica.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En 2010, la inflación interanual, medida por el IAPC, se elevó, en promedio, hasta el 1,6%, tras haber descendido hasta el 0,3% en 2009, desde el 3,3% alcanzado en 2008 (véase cuadro 1). Este aumento refleja una tendencia hacia la normalización en la evolución de los precios, que se caracterizó por una inflación interanual, medida por el IAPC, positiva en 2010, en contraste con las cifras negativas registradas en el período comprendido entre junio y octubre de 2009. Aunque la inflación interanual, medida por el IAPC, se situó en 2010 por debajo de la media del 2% observada desde 1999, comenzó a aumentar hacia el final del año.

Gráfico 23 Principales componentes del IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

El aumento de la inflación, medida por el IAPC, observado en 2010 fue resultado, en gran medida, de la fuerte subida de los precios de las materias primas (especialmente de los del crudo), en comparación con los reducidos niveles registrados en 2009 (véase gráfico 23). A su vez, la evolución de los precios de las materias primas fue reflejo de la recuperación experimentada

tras la recesión económica mundial de 2009, durante la cual estos precios habían bajado. La contribución del incremento de los precios de las materias primas a la inflación, medida por el IAPC, registrada en 2010 compensó ampliamente las menores presiones ejercidas sobre los precios de los servicios, que sufrieron con retraso la grave recesión y el deterioro de la situación de los mercados de trabajo observados en 2009. Tras reducirse gradualmente a lo largo de 2009, la inflación interanual de los precios de los servicios disminuyó ligeramente a comienzos de 2010 y se mantuvo relativamente estable posteriormente.

Por lo que se refiere al crecimiento de los salarios en 2010, existen indicios de que, como consecuencia de la estabilización de la situación en los mercados de trabajo, los costes laborales tocaron fondo. La tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en 2010 fue comparable a la observada el año anterior y fue superada por la de la productividad del trabajo por persona ocupada, con lo que los costes laborales unitarios disminuyeron y los márgenes empresariales se ampliaron. No obstante, el crecimiento de los salarios negociados se moderó de forma significativa, probable reflejo de la respuesta retardada de los acuerdos contractuales a la situación del mercado. El crecimiento de los salarios por hora también descendió notablemente, como resultado, en cierta medida, del efecto del aumento de las horas trabajadas.

Las percepciones de los consumidores acerca de la inflación y sus expectativas a corto plazo se intensificaron en 2010 con respecto a los bajos niveles registrados en 2009. Las expectativas de inflación a largo plazo recogidas en las encuestas permanecieron muy estables, lo que indica que siguieron firmemente ancladas al objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Cuadro 1 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Dic.	2011 Ene.
IAPC y sus componentes										
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	1,6	0,4	1,1	1,5	1,7	2,0	2,2	2,4
Energía	10,3	-8,1	7,4	-3,2	4,8	8,1	7,3	9,1	11,0	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	1,2	-1,5	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,2	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,9	0,5	0,6	0,8	0,9	1,3	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,8	0,7	.
Servicios	2,6	2,0	1,4	1,7	1,5	1,2	1,4	1,3	1,3	.
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales ²⁾	6,1	-5,1	2,9	-4,7	-0,1	3,0	4,0	4,7	5,3	.
Precios del petróleo (euro/barril) ³⁾	65,9	44,6	60,7	51,2	56,0	62,6	59,6	64,4	69,6	72,6
Precios de las materias primas ⁴⁾	2,0	-18,5	44,7	3,1	29,0	48,2	51,5	48,6	49,6	45,7

Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, Hamburg Institute of International Economics y cálculos del BCE.
Nota: Los datos del IAPC correspondientes a 2011 incluyen Estonia.

1) La inflación medida por el IAPC de enero de 2011 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

2) Excluida la construcción.

3) Brent (para entrega en un mes).

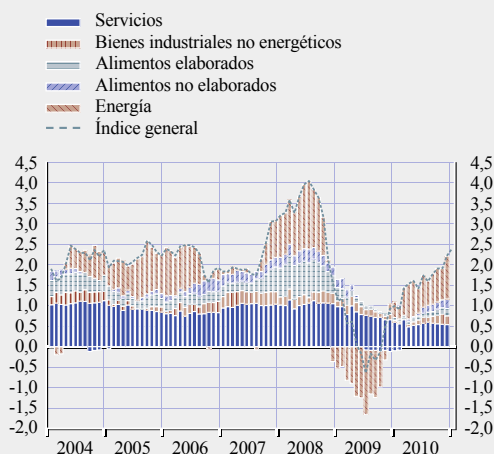
4) Excluida la energía; en euros.

AUMENTO DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC, DEBIDO A LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA Y LOS ALIMENTOS

El principal factor determinante del aumento de la inflación, medida por el IAPC, de la zona del euro en 2010 fue la pronunciada subida de los precios de las materias primas. Los precios de las materias primas industriales, alimentarias y, en particular, de las energéticas, aumentaron con respecto a los reducidos niveles alcanzados en 2009 (véase recuadro 5). En consecuencia, la inflación, medida por el IAPC, se elevó, pese a los efectos moderadores de la desaceleración del crecimiento de los salarios y de unos niveles de actividad todavía modestos. Las limitadas presiones sobre los costes laborales afectaron también a la inflación interanual de los precios de los servicios, que disminuyó ligeramente a principios de 2010 y se mantuvo en un nivel bastante reducido durante el resto del año (véanse cuadro 1 y gráfico 24).

Gráfico 24 Contribuciones de los principales componentes al IAPC

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Debido al redondeo, la suma de las contribuciones puede no coincidir con el índice general.

Recuadro 5

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN, MEDIDA POR EL IAPC

Las pronunciadas fluctuaciones de los precios de las materias primas han sido un serio motivo de preocupación en los últimos años. Tras caer bruscamente como consecuencia de la crisis financiera, los precios del petróleo y de las materias primas distintas del petróleo han repuntado a partir de 2009 (véase gráfico A). Dado que los precios de las materias primas son un importante factor para la evolución de la inflación, medida por el IAPC, de la zona del euro, en este recuadro se analiza la evolución reciente y las perspectivas de los precios internacionales de las materias primas, y se evalúa su impacto sobre la inflación, medida por el IAPC, de la zona del euro, desde un punto de vista tanto conceptual como empírico.

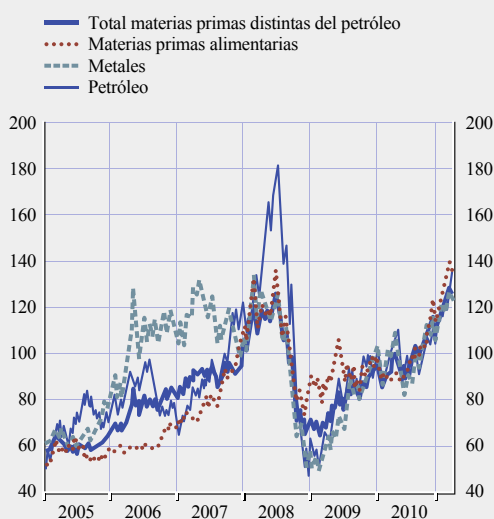
Evolución de los precios de las materias primas

Los precios del petróleo se elevaron desde los 45 dólares por barril registrados a finales de 2008 hasta los 97 dólares por barril en enero de 2011. Los precios de los metales y de las materias primas alimentarias experimentaron también una fuerte subida durante el mismo período. Estos aumentos pueden haber estado relacionados con expectativas más positivas de recuperación económica mundial. Los recortes de producción de la OPEP influyeron también en los precios del petróleo en el transcurso de 2010, mientras que es probable que el incremento de los precios de los metales y de las materias primas alimentarias haya sido reflejo del crecimiento de la demanda procedente de las economías emergentes, de la escasez de suministros y de los reducidos niveles de existencias. El papel de los flujos financieros y de la especulación en los mercados de materias primas ha sido objeto de intensos debates, aunque su impacto real es difícil de medir empíricamente.

De cara al futuro, las perspectivas a medio plazo de los precios de las materias primas estarán probablemente vinculadas a las perspectivas internacionales de la actividad económica. Cuando se afiance la recuperación económica a escala mundial, la diferencia entre la oferta y la demanda en el mercado del petróleo podría reducirse y los precios de las materias primas distintas del petróleo podrían verse sometidos a presiones al alza. Aunque es difícil prever la evolución futura de los precios de las materias primas, diversos indicadores de perspectivas futuras, como los precios de los futuros y las expectativas de los bancos de inversión y de otros expertos en previsión económica, concuerdan en apuntar a un aumento de los precios de las materias primas a medio plazo.

Gráfico A Evolución de los precios de las materias primas

(índice: 2010 = 100)



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

Nota: La última observación se refiere al 24 de febrero de 2011 para el petróleo y al 18 de febrero de 2011 para las demás materias primas.

Transmisión de una perturbación de los precios de las materias primas: marco conceptual

El impacto de una perturbación de los precios de las materias primas sobre los precios de consumo puede desglosarse en efectos de primera y de segunda vuelta directos e indirectos¹. Los efectos de primera vuelta directos se refieren al impacto de variaciones de los precios de las materias primas (por ejemplo, las materias primas alimentarias y el petróleo) sobre los precios de consumo de los alimentos y de la energía. Los efectos de primera vuelta indirectos se refieren a variaciones de los precios de consumo que se producen como resultado del impacto de modificaciones de los precios de las materias primas sobre los costes de producción (por ejemplo, un aumento del precio del petróleo que encarece los costes de los bienes intermedios y los precios de los bienes y servicios que tienen un importante componente de petróleo, como algunos productos químicos y servicios de transporte). Los efectos de primera vuelta impulsan al alza en el nivel de precios, pero no tienen un efecto inflacionista duradero.

Los efectos de segunda vuelta captan la reacción de los agentes que fijan los precios y salarios a una perturbación de los precios de las materias primas. Los intentos de los agentes económicos de compensar la pérdida de renta disponible causada por perturbaciones anteriores de la inflación pueden afectar a las expectativas de inflación e influir en la fijación de los precios y salarios. Así pues, una perturbación transitoria puede afianzarse y ser más difícil de erradicar. La probabilidad de que una perturbación de los precios de las materias primas genere efectos de segunda vuelta depende de varios factores, como la posición cíclica de la economía, la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo (especialmente, la presencia de mecanismos de indicación que afecten a la negociación salarial y a la fijación de precios), la respuesta de las expectativas de inflación y, fundamentalmente, la credibilidad del banco central.

Perturbaciones de los precios del petróleo e inflación medida por el IAPC

Las fluctuaciones de los precios del petróleo tienen un impacto directo sobre la inflación, medida por el IAPC, a través del componente energético del IAPC. La transmisión directa de las perturbaciones de los precios del petróleo a los precios de consumo de la energía antes de impuestos es generalmente completa, rápida y simétrica². Debido a que los precios de consumo de la energía, en particular los de los combustibles para transporte y para calefacción doméstica, dependen también de factores como los costes y márgenes de refino y de distribución, así como de los elevados impuestos especiales, la elasticidad de la transmisión resulta ser una función del nivel de los precios del crudo (véase cuadro). Con un precio de 20 euros por barril, la respuesta de los precios del componente energético del IAPC a un aumento del 10% de los precios del crudo es del orden del 16%; con un precio de 60 euros por barril, se sitúa en torno al 33%. Si los precios del petróleo alcanzaran los 100 euros por barril, la elasticidad superaría el 40%, partiendo del supuesto de que los márgenes de refino y de distribución y los impuestos especiales se mantengan constantes.

Es más difícil estimar los efectos indirectos y de segunda vuelta de las variaciones de los precios de la energía, y los resultados adolecen de una mayor incertidumbre. Por ejemplo, utilizando modelos simples y no estructurales, los efectos indirectos y de segunda vuelta acumulados

1 Véanse el artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2004, y el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y su impacto sobre los precios de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2004.

2 Véase A. Meyler, «The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, n.º 6, noviembre de 2009, pp. 867-881.

Transmisión de los precios del crudo a los precios de la energía del IAPC

(elasticidad)

Crudo (euros por barril)	Transmisión media ponderada a los precios de la energía del IAPC (%) ¹⁾	Gasolina (2,6%) ²⁾	Gasóleo (1,4%) ²⁾	Combustible para calefacción (0,7%) ²⁾	Gas natural (1,8%) ²⁾
20	16	15	19	39	24
40	26	26	32	56	39
60	33	35	41	66	49
80	38	41	48	72	56
100	42	47	54	76	61

Fuente: Cálculos de los expertos del Eurosistema.

Nota: Es probable que la media ponderada infravalore ligeramente el alcance de la transmisión ya que, al no existir una clara y robusta relación con los precios del petróleo, incorpora el supuesto de una transmisión cero para la electricidad y los combustibles sólidos.

1) Basada en impuestos (IVA, impuestos especiales y otros) a final de 2009 y en la mediana de los costes y márgenes de refino y distribución desde 1999. Supone que los componentes de energía calórica (ponderación del 6%) y gas natural del IAPC se mueven conjuntamente.

2) Ponderación en el IAPC general.

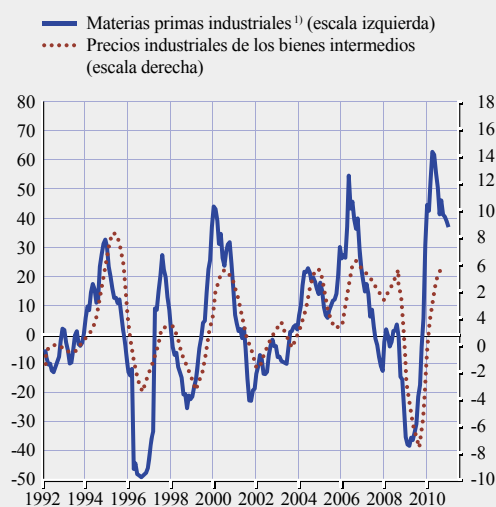
sobre la inflación, medida por el IAPC, después de tres años de aumentos del 10% del precio del petróleo, se cifran en cerca de 0,2 puntos porcentuales³. Sin embargo, modelos más complejos, en los que las expectativas desempeñan un papel formal y la respuesta del lado real de la economía, así como sus efectos sobre las variables nominales, están explícitamente recogidos, apuntan a un impacto menor, de cerca de 0,1 puntos porcentuales, siempre que la perturbación de los precios de la energía sea percibida como un fenómeno de carácter transitorio y que las expectativas de inflación permanezcan firmemente ancladas tras la variación de los precios de la energía.

Impacto de las variaciones de los precios de las materias primas industriales y alimentarias

La evidencia empírica sugiere que un aumento permanente del 10% de los precios de las materias primas industriales (por ejemplo, las materias primas agrícolas y los metales) conduce a una subida del IAPC de menos de 0,1 puntos porcentuales en 3 años, con un escaso impacto el primer año. Las materias primas industriales se emplean en la producción de una amplia gama de partidas del IAPC, como factor directo (metales para automóviles o productos textiles para prendas de vestir) o indirecto (equipos utilizados para producir bienes y servicios). En las primeras fases del proceso de producción, las materias primas industriales tienen mucha importancia y existe una clara relación retardada entre la evolución de los precios de estas materias primas y la de los precios industriales de los bienes intermedios en la zona del euro (véase gráfico B). Sin embargo, por lo que se refiere a los bienes de consumo final, la proporción del factor

Gráfico B Materias primas industriales y precios industriales de los bienes intermedios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Hamburg Institute of International Economics, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las series muestran un adelanto de seis meses.

³ Energy markets and the euro area macroeconomy, Structural Issues Report, BCE, junio de 2010.

materias primas industriales es relativamente pequeña en comparación con la de otros factores como el trabajo y la energía, lo que explica que la transmisión sea relativamente reducida⁴.

Se estima que un aumento permanente del 10% de los precios de las materias primas alimentarias añade en torno a 0,5 puntos porcentuales a los precios de los alimentos del IAPC general y, considerando que los precios de los alimentos constituyen el 19,2% de la cesta del IAPC, la inflación, medida por el IAPC general, se incrementa en 0,1 puntos porcentuales en el primer año siguiente a la perturbación. Esta estimación tiene en cuenta el hecho de que, para una serie de materias primas alimentarias producidas directamente en la UE (como los cereales —trigo y maíz—, la mantequilla y la leche descremada) históricamente, los precios observados en los mercados internacionales han sido ligeramente más bajos y mucho más volátiles que los registrados en la UE. En gran medida, la diferencia es atribuible a la Política Agrícola Común, que contribuye a amortiguar la transmisión de las perturbaciones mundiales a los precios internos de la UE a través de sus mecanismos de apoyo a los precios tales como los precios de intervención y las tarifas y cuotas de importación⁵.

En general, la transmisión de las perturbaciones de los precios de las materias primas a los precios de consumo es compleja, y es resultado de muchos factores, como la fuente de la perturbación, es decir, si ha estado determinada por la demanda o la oferta, las expectativas respecto a si será transitoria o permanente, y aspectos estructurales de la economía, entre los que cabe destacar la especialización sectorial y los mecanismos de fijación de salarios y precios. Aunque la política monetaria no puede hacer mucho en relación con los efectos de primera vuelta de una perturbación de los precios de las materias primas, deben evitarse efectos de segunda vuelta. A este respecto, es fundamental instrumentar unos mecanismos más flexibles de fijación de los precios y salarios y una política monetaria creíble, para asegurar que las variaciones ocasionales de los precios de las materias primas no se traduzcan en un aumento de la inflación a medio plazo.

4 Véase B. Landau y F. Skudelny, «Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1104, BCE, noviembre de 2009.

5 Véase G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante, «Food price pass-through in the euro area: The role of asymmetries and non-linearities», *Working Paper Series*, n.º 1168, BCE, abril de 2010.

Impulsado por los precios mundiales del petróleo, el componente energético del IAPC —que constituye el 9,6% del IAPC general— se elevó en 2010, registrando una media de doce meses del 7,4%, lo que supuso una inversión en relación con la caída del 8,1% observada en 2009. El impacto de este aumento fue más acusado en los precios de las partidas directamente relacionadas con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados, y más retardado en los precios de consumo del gas. Los precios de los alimentos aumentaron también, especialmente los precios de los alimentos no elaborados, que crecieron, en promedio, un 1,2% en 2010, desde el 0,2% de 2009. Además de la escalada de los precios

mundiales de las materias primas alimentarias, la inflación de los precios de consumo de los alimentos reflejó unas condiciones atmosféricas internas temporalmente adversas, que influyeron en los precios de las frutas y hortalizas. La aceleración de la inflación en los últimos meses de 2010 fue relativamente reducida en el componente de los alimentos elaborados, que incluye partidas como el pan y los cereales, con lo que la media de doce meses se situó en 2010 en el 0,9%, nivel incluso inferior al 1,1% alcanzado en 2009.

Si se excluyen los precios de la energía y de los alimentos, en 2010, la inflación media, medida por el IAPC, fue inferior a la registrada en 2009. Este descenso estuvo determinado por el efecto

moderador de factores internos sobre la inflación de los precios de los servicios, unido a la relativa estabilidad de la inflación media interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos. Asimismo, ocultó el aumento gradual de la inflación interanual, medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, con respecto a los muy reducidos niveles alcanzados en el segundo trimestre de 2010. Este incremento fue atribuible a presiones al alza sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, como la subida de los precios de los bienes intermedios y de las tasas de utilización de la capacidad productiva. Por otro lado, el aumento de los impuestos indirectos y la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro pesaron sobre la inflación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, que se elevó con respecto al mínimo del 0,1% observado en el primer trimestre de 2010, hasta situarse en el 0,7% en diciembre. El incremento de los precios de los bienes industriales no energéticos se vio mitigado, en alguna medida, por una evolución moderada de los costes laborales. En contraste con la elevación de la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos registrada en el transcurso de 2010, la inflación interanual de los precios de los servicios no experimentó cambios significativos a lo largo del año, tras disminuir ligeramente a principios de 2010. En consecuencia, la inflación interanual de los precios de los servicios siguió moderándose en el conjunto del año 2010, situándose en el 1,4%, frente al 2% de 2009. El descenso de la tasa de variación de los precios de los servicios fue bastante generalizada, reflejo de presiones más contenidas sobre los costes y de una mayor competencia ante la relativa debilidad de la demanda. Una excepción fue el caso de los servicios de comunicación, cuya contribución, que es habitualmente negativa, lo fue algo menos.

SUBIDA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES EN 2010

A lo largo de 2010 se produjeron presiones al alza sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro, como resultado, principalmente, de una mayor demanda mundial de materias primas. En consecuencia, en varias fases de la

cadena de producción se observó un incremento de los precios industriales, que fue ampliado por los efectos de base derivados de la reducción de la actividad y del aumento de la competencia en 2009.

La tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, excluida la construcción, de la zona del euro aumentó un 2,9% en 2010, frente al descenso del 5,1% registrado en 2009. El principal factor determinante de este aumento fue el precio del petróleo, que elevó la tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía hasta el 6,4% en 2010, frente a la reducción del 11,8% observada en 2009.

Si se excluyen la construcción y la energía, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales se elevó también, aunque en mucha menor medida (1,6% en 2010, en comparación con una caída del 2,9% registrada en 2009). Este giro fue especialmente acusado en el componente de los bienes intermedios y menor en los componentes de bienes de consumo y de bienes de equipo (véase gráfico 25).

Gráfico 25 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

MODERADA EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

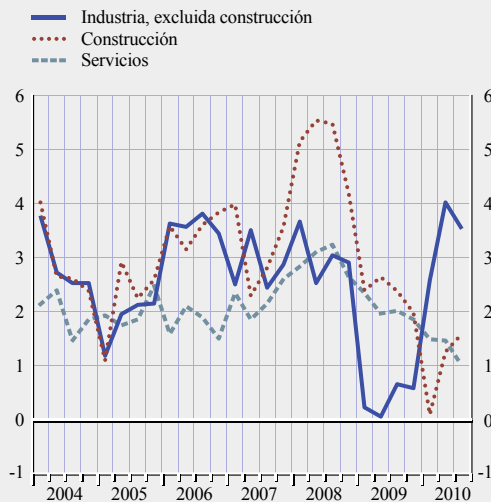
Los indicadores de costes laborales de la zona del euro apuntaron a una evolución moderada en el transcurso de 2010, con algunas señales de que los salarios tocaron fondo. Mientras que las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados y de los salarios por hora disminuyeron considerablemente, en 2010, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situó en niveles comparables a las bajas cotas registradas el año anterior.

En el transcurso de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo notablemente, hasta situarse en el 1,6% en el cuarto trimestre de 2010, frente al 2,6% observado en 2009. Este indicador recoge el principal componente de los salarios acordados previamente en los convenios colectivos. Su desaceleración puede ser reflejo de la respuesta retardada de los acuerdos contractuales al deterioro de la situación de los mercados de trabajo, que redujo el poder de negociación de los trabajadores (véase cuadro 2).

En el tercer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 1,5%, sin cambios con respecto al nivel registrado en 2009. El crecimiento de la remuneración por asalariado fue más acelerado en tres clases de actividades, concretamente, en la industria excluida la construcción, en los servicios de mercado relacionados con el comercio y el transporte, y en los servicios de mercado relacionados con las actividades financieras y empresariales.

Gráfico 26 Remuneración por asalariado, por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En los demás sectores, el crecimiento de la remuneración por asalariado disminuyó (véase gráfico 26).

Al igual que con los salarios negociados, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se desaceleró de forma significativa, contrariamente a lo observado en 2009, año en el que los aumentos de los salarios por hora siguieron siendo pronunciados. El descenso del crecimiento de los salarios por hora puede reflejar, en parte, el impacto del aumento del número de horas trabajadas, que no supone necesariamente una mayor remuneración por asalariado, en el contexto de los diversos planes

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

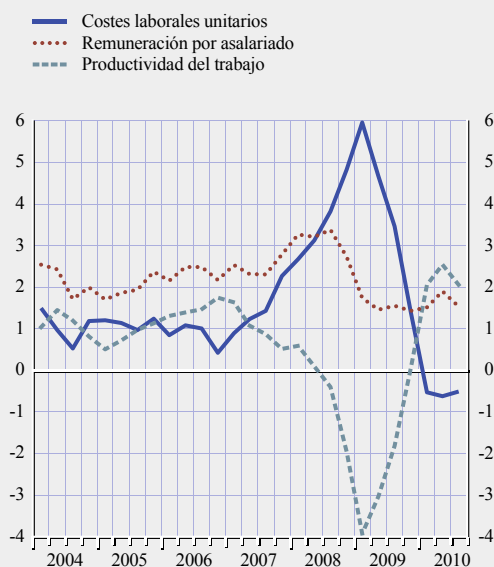
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Salarios negociados	3,3	2,6	1,7	2,1	1,8	1,9	1,5	1,6
Costes laborales totales por hora	3,4	2,9	.	2,0	1,9	1,6	0,8	.
Remuneración por asalariado	3,2	1,5	.	1,4	1,5	1,9	1,5	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	-0,3	-2,3	.	0,0	2,1	2,5	2,1	.
Costes laborales unitarios	3,5	3,9	.	1,4	-0,5	-0,6	-0,5	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Costes laborales en la zona del euro

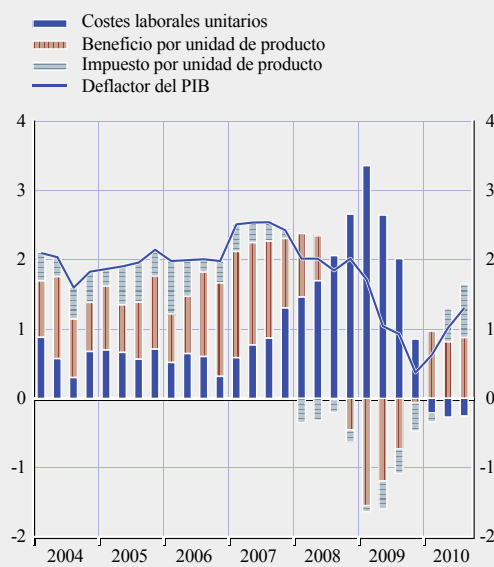
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 28 Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

de horas de trabajo (como los sistemas flexibles de cuentas de horas y los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno). La caída de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora en el transcurso de 2010 estuvo determinada por las actividades industriales. En 2009, el sector industrial registró el mayor crecimiento de los salarios por hora y utilizó de forma intensiva los sistemas de cómputo flexible de las horas trabajadas.

En la zona del euro, el crecimiento de la productividad del trabajo por asalariado superó las ganancias en la remuneración por asalariado, lo que supuso la reducción de los costes laborales unitarios y la ampliación de los márgenes empresariales. El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por asalariado se elevó, en promedio, hasta el 2,2% en los tres primeros trimestres de 2010, frente al descenso del 2,3% registrado en 2009. Dada la evolución de la remuneración por asalariado, los costes laborales unitarios cayeron un 0,5% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, frente

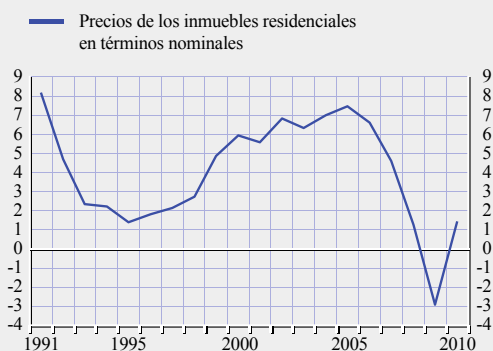
al incremento del 3,9% observado en 2009 (véase gráfico 27). En paralelo con esta reducción de los costes laborales unitarios, los márgenes de explotación se recuperaron, fortaleciéndose la capacidad para fijar precios que atestigua el aumento gradual de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB. Este último aumento reflejó también una contribución positiva del componente de impuesto por unidad de producto a partir del segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 28).

AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, aumentaron un 2,4% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, tras caer un 2,9% en 2009 (véase gráfico 29). Sin embargo, el incremento general registrado desde el inicio de 2010 oculta una evolución divergente entre las regiones y los países de la zona del euro, en algunos de los cuales los precios de la vivienda han seguido bajando en 2010.

Gráfico 29 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual, datos anuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales no armonizados.

Nota: Los datos relativos a 2010 corresponden al período hasta el tercer trimestre.

inflación a largo plazo (a cinco años vista) basadas en las encuestas se situaron en un nivel próximo al 2%. Según la EPE, las expectativas de inflación de los encuestados para 2015 se mantuvieron en un estrecho intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2% en el transcurso de 2010. Los indicadores basados en el mercado, como reflejan las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados con la inflación y los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación, apuntaron también a que las expectativas de inflación seguían firmemente ancladas.

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

EL PIB DE LA ZONA DEL EURO SE RECUPERÓ EN 2010

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
La información procedente de Consensus Economics, el Barómetro de la Zona del Euro y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) indica que las expectativas de

El PIB real de la zona del euro creció un 1,9% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, tras haber experimentado una significativa contracción del 4,1% en 2009 (véase cuadro 3). La recuperación de la actividad

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Producto interior bruto real	0,4	-4,1	.	-2,0	0,8	2,0	1,9	2,0	0,2	0,4	1,0	0,3	0,3
<i>Del cual:</i>													
Demanda interna ³⁾	0,4	-3,4	.	-2,8	0,4	2,1	1,9	.	-0,1	0,9	0,9	0,2	.
Consumo privado	0,4	-1,1	.	-0,4	0,4	0,6	1,0	.	0,3	0,3	0,2	0,1	.
Consumo público	2,4	2,4	.	1,7	1,1	0,6	0,4	.	-0,1	0,1	0,1	0,4	.
Formación bruta de capital fijo	-0,8	-11,4	.	-9,6	-5,0	-0,8	0,2	.	-1,2	-0,4	2,0	-0,3	.
Variación de existencias ^{3),4)}	-0,2	-0,8	.	-0,8	1,0	1,7	1,2	.	0,0	0,7	0,4	0,1	.
Demanda exterior neta ³⁾	0,1	-0,7	.	0,7	0,3	-0,1	0,0	.	0,3	-0,5	0,1	0,2	.
Exportaciones ⁵⁾	1,0	-13,2	.	-5,3	5,7	11,7	11,3	.	2,0	2,6	4,4	1,9	.
Importaciones ⁵⁾	0,8	-11,9	.	-7,1	4,8	12,4	11,7	.	1,2	4,2	4,3	1,5	.
Valor añadido bruto real													
<i>Del cual:</i>													
Industria (excluida la construcción)	-2,2	-13,3	.	-6,8	3,6	6,8	5,2	.	0,6	2,0	2,0	0,4	.
Construcción	-1,2	-5,9	.	-5,8	-6,6	-4,2	-3,1	.	-1,7	-1,6	0,8	-0,7	.
Servicios de mercado ⁶⁾	1,5	-3,1	.	-1,9	0,7	1,4	1,7	.	0,1	0,5	0,7	0,4	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

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

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

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

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

en 2010 tuvo varias causas. En primer lugar, las exportaciones de la zona del euro se vieron favorecidas por la recuperación de la demanda y de la actividad a escala mundial. En segundo lugar, la contribución de las existencias fue positiva, especialmente en el primer semestre del año, al observarse una desaceleración en el ritmo de reducción de existencias de las empresas. En tercer lugar, la demanda interna, excluidas las existencias, mostró una recuperación moderada, al seguir creciendo el consumo público, y dejar de contraerse la inversión y el consumo privados como había sucedido en 2009, aunque el crecimiento de estas dos últimas variables fue débil, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2010. La mejora de la inversión y el consumo privados se debió, en parte, a un aumento de la confianza con respecto a los niveles anteriores, muy reducidos. La recuperación de la actividad económica en la zona del euro ha estado respaldada también por la orientación acomodaticia de la política monetaria y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero.

CRECIMIENTO DEL PIB APOYADO FUNDAMENTALMENTE EN LAS EXPORTACIONES Y LAS EXISTENCIAS

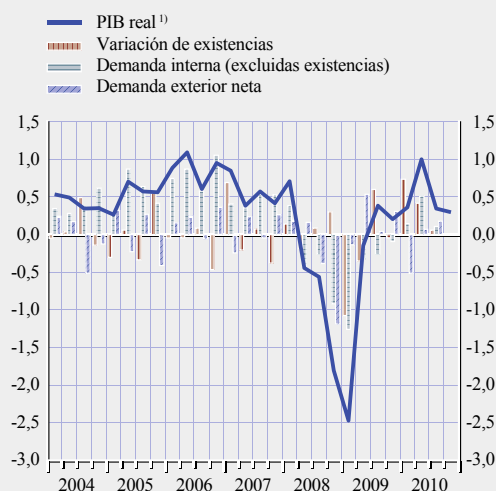
La expansión económica de 2010 se vio impulsada principalmente por las exportaciones y las existencias. El consumo público siguió aumentando mientras que tanto la inversión como el consumo privados mostraron un crecimiento interanual moderado en el tercer trimestre de 2010, tras haberse contraído en 2009. La contribución positiva de las existencias se limitó fundamentalmente al primer semestre del año, ya que las empresas decidieron desacumular existencias a un ritmo más lento que en 2009. Las exportaciones de la zona se beneficiaron de la mejora del entorno exterior asociada a la moderación de la crisis financiera. Este hecho dio lugar a un crecimiento más intenso tanto en los países desarrollados como en los emergentes. El impulso de la demanda exterior provocó un incremento particularmente acusado de las exportaciones durante 2010. No obstante, este aumento no se tradujo en una contribución

positiva de la demanda exterior neta, debido al crecimiento de las importaciones, que prosiguió a un ritmo ligeramente más rápido. La inversión y el consumo privados reanudaron la senda de crecimiento positivo, pero no se recuperaron totalmente del impacto derivado de la reciente crisis financiera, carente de precedentes, y de la recesión económica (véase gráfico 30).

El crecimiento del consumo privado fue positivo, registrando una tasa del 1% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, tras la contracción del 1,1% observada en 2009. Esta recuperación se basó en el crecimiento de la renta real disponible y en una reducción del ahorro por motivos de precaución, a causa de una disminución de la incertidumbre, como consecuencia de la progresiva estabilización observada en el mercado de trabajo. Los efectos renta derivados de la mejora de los mercados de activos podrían haber constituido también un factor determinante de esta recuperación (véase recuadro 6). El avance del consumo privado se vio acompañado de una mejora de la confianza de los consumidores en 2010 (véase gráfico 31). Mientras que la renta real

Gráfico 30 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

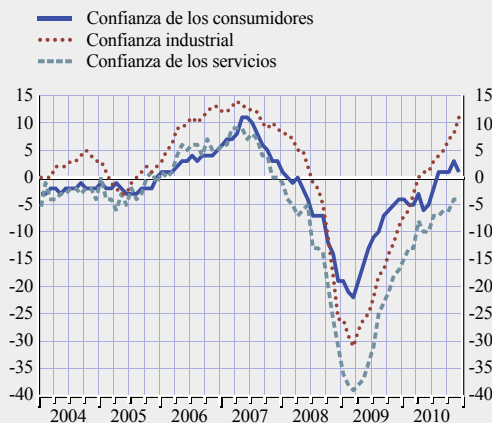
1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

disponible, en su conjunto, contribuyó al crecimiento del consumo privado, la situación del mercado de trabajo, todavía débil, fue el principal factor limitador de la recuperación del gasto de los hogares. El consumo privado se vio especialmente lastrado por la demanda de automóviles por parte de los hogares, que siguió disminuyendo. No obstante, esta disminución ocultó importantes divergencias entre los países, que pueden remontarse, en parte, a diferencias en la retirada de los paquetes de estímulo fiscal –en concreto, de los planes de sustitución de automóviles–.

El crecimiento del consumo público siguió sosteniendo la actividad económica en 2010, pero fue más moderado que en 2009. La moderación observada en esta variable fue consecuencia de los esfuerzos de consolidación encaminados a limitar el deterioro de los saldos presupuestarios públicos.

Gráfico 31 Indicadores de confianza

(saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los datos se han calculado como desviaciones respecto a la media desde enero de 1985 para los indicadores de confianza industrial y de los consumidores, y desde abril de 1995 para el indicador de confianza de los servicios.

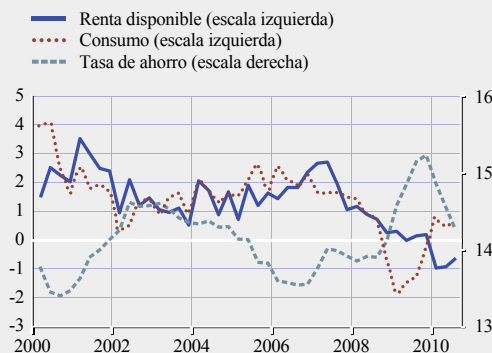
Recuadro 6

COMPORTAMIENTO DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO EN MATERIA DE AHORRO

Durante la recesión de 2008-2009, la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro se elevó marcadamente. Sobre la base de una suma móvil de cuatro trimestres, esta tasa alcanzó el 15,2% en el cuarto trimestre de 2009, situándose 1,4 puntos porcentuales por encima del nivel registrado al inicio de la recesión en el primer trimestre de 2008. En 2010, la tasa de ahorro disminuyó, hasta situarse en el 14,2% en el tercer trimestre (véase gráfico A). En este recuadro se examinan los factores que han determinado el comportamiento de los hogares de la zona del euro en materia de ahorro durante la recesión y la actual recuperación, y se analiza la evolución probable del ahorro en el futuro.

Gráfico A Renta, consumo y ahorro de los hogares

(crecimiento interanual; porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: La tasa de ahorro se calcula en términos de medias móviles de cuatro trimestres.

Motivos teóricos del comportamiento de los hogares en materia de ahorro

La teoría sugiere varios motivos para explicar las decisiones de consumo y de ahorro de los hogares, que pueden ser difíciles de desentrañar. Un principio básico es que las personas basan su consumo en la renta real que esperan recibir a lo largo de su vida. A este respecto, el ahorro de los hogares es un medio para suavizar las fluctuaciones del consumo ante variaciones de la renta, tanto en horizontes más dilatados (por ejemplo, ahorrando para la jubilación) como en períodos más cortos (en caso de fluctuaciones temporales de la renta).

Sin embargo, las fluctuaciones de la renta pueden no ser el único factor determinante de variaciones de las tasas de ahorro. Los niveles de ahorro de algunos hogares se ven afectados por la evolución de su riqueza financiera y no financiera, ya que un aumento del valor de sus tenencias de activos netos es una importante fuente adicional de poder adquisitivo en el presente y en el futuro. También pueden verse afectados por el grado de incertidumbre en torno a la renta futura (por ejemplo, en relación con las perspectivas de empleo). Ello puede llevar a los hogares a mantener mayores reservas de efectivo, que podrán utilizar en caso de reducciones inesperadas de la renta, tendencia conocida como «ahorro por motivo de precaución». Por otra parte, las decisiones y acciones de otros agentes económicos pueden influir en las decisiones de ahorro de los hogares. Por ejemplo, los cambios en las finanzas públicas pueden ser un factor relevante: un incremento de la deuda pública puede inducir a los hogares a comportarse según la equivalencia «ricardiana», es decir, a elevar sus niveles de ahorro, al menos en cierta medida, en previsión de deudas tributarias futuras.

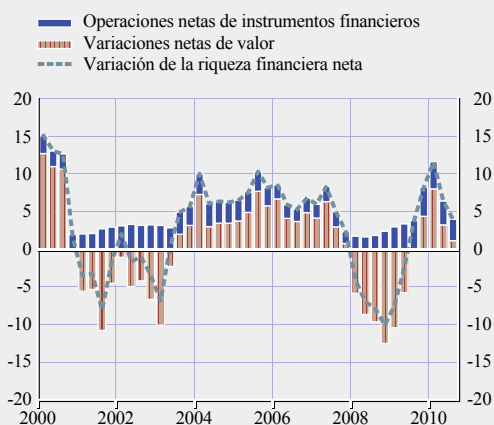
Evolución reciente del ahorro de los hogares de la zona del euro

El aumento de la tasa de ahorro durante la recesión no es fácil de conciliar con la idea de que el consumo responde con suavidad ante una reducción de la renta. Un factor clave que puede haber influido en las decisiones de ahorro de los hogares durante la recesión fue la incertidumbre acerca de las perspectivas de renta futura a la luz de la crisis financiera y de la desaceleración de la actividad económica. El empleo disminuyó de forma pronunciada durante la recesión y el desempleo creció en la zona del euro. Así pues, la seguridad del empleo fue motivo de especial preocupación para los hogares, incitándoles a reducir el gasto y aumentar el ahorro por precaución. Sin embargo, desde el final de la recesión, el indicador de confianza de la Comisión Europea sugiere que los hogares muestran un mayor optimismo respecto a la situación económica y, en particular, a la evolución del desempleo en la zona del euro. Esta puede ser una de las razones por las que las tasas de ahorro de los hogares se redujeron en 2010.

También es posible que el comportamiento de los hogares en el reciente ciclo económico se viera afectado por cambios en las expectativas respecto a la renta futura. Los hogares pueden haber llegado a esperar un descenso permanente de la riqueza inmobiliaria, como resultado de las correcciones de los mercados de la vivienda observadas en muchos países de la zona del euro. Además, las caídas registradas en los mercados de renta variable en 2008 y a principios de 2009 originaron un acusado descenso de la riqueza financiera de los hogares. Estos dos hechos impulsaron los hogares a ahorrar más. Desde entonces, los mercados financieros se han recuperado y la última información disponible sugiere que los precios de la vivienda pueden estar tocando fondo en la zona del euro en su conjunto. Estos dos factores han contribuido a un aumento (en términos interanuales) de la riqueza financiera neta de los hogares de la zona del euro (véase gráfico B) desde el último trimestre de 2009 y pueden explicar, en parte, la disminución

Gráfico B Riqueza financiera neta de los hogares

(crecimiento interanual; contribuciones al crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

del ahorro observada en 2010. Sin embargo, todavía puede existir cierta preocupación acerca del estado de los balances en algunas regiones de la zona del euro, en particular allá donde los precios de los activos y los niveles de deuda se habían elevado en los años anteriores a la crisis financiera, lo que puede haber animado a algunos hogares a seguir elevando sus tasas de ahorro.

Otra fuente de incertidumbre desde el inicio de la crisis financiera han sido las implicaciones del fuerte aumento del déficit público. El funcionamiento de los estabilizadores automáticos durante la recesión ayudó a proteger la renta de los hogares, por ejemplo mediante la reducción de los impuestos y el incremento de las transferencias. Algunas medidas gubernamentales discrecionales, como las ayudas a la compra de automóviles concedidas en muchos países de la zona del euro, estimularon también el consumo durante la recesión. Sin embargo, las implicaciones generales para las tasas de ahorro de los hogares hubieran dependido de cómo los hogares consideraban las repercusiones a largo plazo de la financiación de la deuda pública. El pronunciado aumento de los niveles de deuda pública, así como las previsiones de elevados déficits durante un largo período de tiempo, pueden haber acrecentado la preocupación de los hogares respecto a las perspectivas fiscales. Las futuras medidas de consolidación fiscal, centradas en la subida de los impuestos o la reducción del gasto público, afectarán a la renta de los hogares en los próximos años, lo que puede haber alentado a este sector a acumular ahorros de forma anticipada. Esta preocupación puede haber sido particularmente acentuada en los periodos de elevada incertidumbre acerca de la deuda soberana en los mercados financieros a principios de 2010 y también más adelante en el año, lo que incrementó quizás el ahorro hasta niveles superiores a los que se habrían registrado en otras circunstancias.

Perspectivas de ahorro de los hogares de la zona del euro

Tras el descenso del ahorro de los hogares observado en 2010, se espera que la tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro vuelva a bajar ligeramente en el futuro, por una disminución del ahorro por motivo de precaución, a medida que la recuperación económica cobre impulso y que siga mejorando la situación de los mercados de trabajo.

No obstante, sigue existiendo una elevada incertidumbre respecto a la evolución del ahorro de los hogares. Una recuperación más rápida de lo previsto podría mejorar la confianza, animando a los hogares a incrementar el consumo y reducir el ahorro. Sin embargo, también es posible que el nivel de ahorro de los hogares se mantenga en niveles persistentemente más altos que antes de la recesión, si la crisis ha llevado a los hogares a preocuparse más que antes por sus perspectivas de renta o a corregir sus balances y reducir sus niveles de deuda, a pesar del ajuste de los tres últimos años. Además, tras el estallido de las burbujas en algunos mercados de activos, los hogares pueden realizar ahora una valoración menos optimista de la evolución futura de la riqueza.

Por último, puede mantenerse un elevado nivel de ahorro si los hogares están preocupados por las implicaciones que tendrían para su futura carga fiscal los altos niveles de deuda pública y los abultados déficits públicos. Esta preocupación pone de manifiesto la importancia de que los Gobiernos de la zona del euro establezcan estrategias de consolidación fiscal creíbles para corregir los profundos desequilibrios presupuestarios que se han ido formando durante la recesión.

La inversión total en capital fijo siguió creciendo, en términos interanuales, y alcanzó una cifra positiva en el tercer trimestre de 2010. Las empresas retomaron sus planes de expansión, a causa de las mejores perspectivas de negocio, la mejora de la cartera de pedidos y un acceso más fácil a la financiación. Pese a ello, la velocidad de recuperación de la inversión ha sido bastante limitada. El crecimiento de la inversión en construcción fue muy débil, como consecuencia de los ajustes observados en los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro, posteriores a los pronunciados descensos registrados en los precios de la vivienda durante la recesión de 2009. La inversión, excluida la construcción, mantuvo su debilidad, ya que este componente se vio frenado por la reestructuración actual de los balances y por un crecimiento lento de la utilización de la capacidad productiva.

Se estima que las existencias, que desempeñaron un papel fundamental a la hora de explicar la mejora registrada en el crecimiento del PIB real en el primer semestre de 2010, contribuyeron al aumento trimestral del PIB en el primero y segundo trimestre de 2010 en 0,7 y 0,4 puntos porcentuales, respectivamente. La actividad observada en el primer semestre de 2010 se debe a las decisiones de las empresas de desacumular existencias a un ritmo más lento que en 2009, sintiéndose el efecto a lo largo de la cadena de producción en una mayor rapidez en las entregas. Los datos de contabilidad nacional sugieren que la mejora registrada en las existencias perdió un impulso considerable en el tercer trimestre del año, cuando este componente de la demanda agregada realizó una contribución de 0,1 puntos porcentuales al crecimiento intertrimestral del PIB.

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro registraron un considerable aumento del 11,3% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, que anuló gran parte de las pérdidas que se habían producido en 2009. Este aumento se basó en el comercio entre los países de la zona del euro y con terceros países, y su origen se encuentra en la vigorosa recuperación de los niveles de actividad a escala mundial, al atenuarse las tensiones derivadas de la crisis financiera. Como las importaciones también crecieron de forma acusada, la contribución total de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB resultó ser ligeramente negativa en los tres primeros trimestres de 2010, aunque se registraron reducidas contribuciones positivas en el segundo y tercer trimestre. El crecimiento de las importaciones y de las exportaciones fue relativamente generalizado en las principales categorías de productos, mostrando los bienes intermedios porcentajes de crecimiento especialmente elevados.

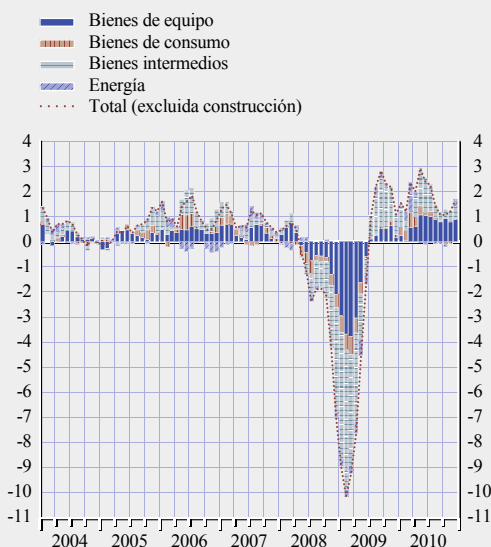
LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SE RECUPERÓ

Desde una perspectiva sectorial, la expansión del producto se vio impulsada principalmente por la actividad industrial, con un aumento del valor añadido de la industria (excluida la construcción) del 5,2% desde principios de año hasta el tercer trimestre de 2010, frente a un incremento del 1,7% en los servicios de mercado y un descenso del 3,1% en la construcción durante el mismo período. La utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero aumentó y alcanzó el 76,8% en 2010 (según los datos de las encuestas).

La producción de bienes intermedios se recuperó de manera especialmente acusada como reacción a la menor velocidad observada en la desacumulación de existencias a lo largo

Gráfico 32 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

de la cadena de producción. La producción de bienes de equipo también se elevó de forma pronunciada, como consecuencia de una demanda externa más vigorosa y, en menor medida, de una mejora de las perspectivas económicas internas (véase gráfico 32). La producción de

la construcción siguió contrayéndose, a causa de los ajustes observados en los mercados de la vivienda de varios países de la zona del euro. En general, la adversa evolución de la construcción residencial ha sido compensada con creces por la contribución de los proyectos de infraestructura presentados por los Gobiernos.

LA SITUACIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO SE ESTABILIZÓ FINALMENTE

Tras el acusado deterioro registrado en 2009, la situación del mercado de trabajo de la zona del euro comenzó a estabilizarse durante 2010, pues el empleo dejó de caer y el aumento de las tasas de paro perdió fuerza.

El empleo en la zona del euro (medido por el número de personas ocupadas) se mantuvo estable, en promedio, en los tres primeros trimestres de 2010, registrando una mejora considerable con respecto a la caída del 1,8% observada en 2009 (véase cuadro 4). Durante la recesión de 2009, muchas empresas prefirieron mantener el nivel de empleo en lugar de hacer frente a los costes (en términos de pérdida de capital humano o de indemnizaciones) asociados al despido de trabajadores. Dado que una importante proporción del ajuste en el empleo que se observó en 2009 adoptó, por tanto, la forma de recortes en el número de horas trabajadas por persona, la mejora registrada

Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

(tasas de variación con respecto al período anterior; porcentajes)

	2008	2009	2010	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Población activa	0,8	0,2	.	0,0	0,1	0,2	0,0	.
Empleo	0,8	-1,8	.	-0,2	0,0	0,1	0,0	.
Agricultura ¹⁾	-1,7	-2,2	.	0,6	0,0	-1,1	-0,2	.
Industria ²⁾	-0,7	-5,7	.	-1,0	-0,8	-0,3	-0,6	.
– excl. construcción	-0,0	-5,3	.	-1,2	-0,8	-0,3	-0,4	.
– Construcción	-2,1	-6,6	.	-0,5	-1,0	-0,2	-1,1	.
Servicios ³⁾	1,4	-0,5	.	0,0	0,3	0,3	0,2	.
Tasas de desempleo⁴⁾								
Total	7,5	9,4	10,0	9,9	9,9	10,0	10,0	10,0
Menores de 25 años	15,5	19,5	20,3	20,1	20,2	20,2	20,1	20,4
De 25 años o más	6,6	8,3	8,8	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

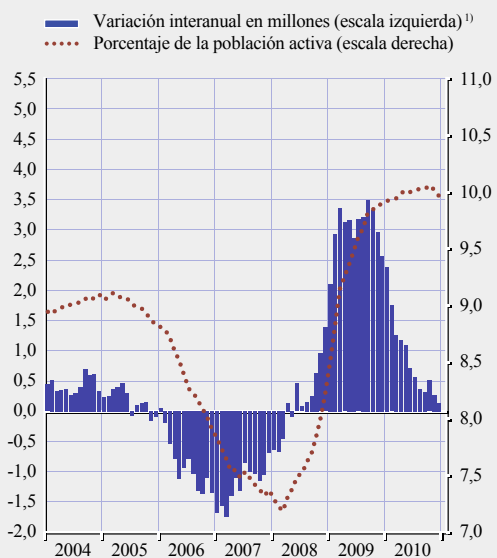
2) Incluye industria manufacturera, construcción, industrias extractivas, y producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.

3) Excluye organismos extraterritoriales.

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

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

en 2010 fue mayor en términos de horas totales trabajadas que en número de personas ocupadas (véase el recuadro 7, que compara la evolución reciente de los mercados de trabajo de la zona del euro con la de Estados Unidos). La productividad del trabajo se incrementó

considerablemente (por hora trabajada, e incluso más por persona), lo que contribuyó a un avance de la rentabilidad de las empresas en un contexto de moderación salarial.

Desde una perspectiva sectorial, las cifras de personas ocupadas hasta el tercer trimestre de 2010 indican que las mejoras en el empleo observadas en 2010 se produjeron en algunas actividades de servicios, como, por ejemplo, la administración pública y los servicios de mercado relacionados con las finanzas y las empresas. Estas mejoras se vieron contrarrestadas por las pérdidas de empleo en la agricultura, la industria y los servicios de mercado relacionados con el comercio y los transportes. Entre las actividades industriales, la construcción fue el sector que se vio más seriamente afectado.

La tasa de paro en 2010 fue del 10%, en promedio, frente al 9,4% de 2009, siendo menores los incrementos mensuales de este indicador a partir del segundo trimestre del año. La evolución de la tasa de desempleo fue bastante similar en toda la zona del euro, aunque con características propias en cada país. Además, el aumento medio mensual del número de parados cayó marcadamente con respecto a las cifras registradas en 2009 (véase gráfico 33).

Recuadro 7

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES DIFERENCIAS Y PERSPECTIVA HISTÓRICA

La recesión más reciente, que se caracterizó por una profunda desaceleración de la actividad económica en comparación con recesiones anteriores, afectó significativamente a los mercados de trabajo de ambos lados del Atlántico. Las pérdidas de empleo se extendieron a varios sectores de la economía, incidiendo con especial intensidad en algunos de ellos, como la construcción y los servicios financieros, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El número horas trabajadas se redujo drásticamente en ambas áreas económicas, aunque en Estados Unidos una parte significativa del ajuste se produjo a través de la destrucción de empleo, mientras que, en la zona del euro, la reducción del número medio de horas semanales trabajadas desempeñó un papel relativamente importante¹. Mientras que la tasa de actividad se mantuvo bastante estable en la zona del euro, debido al mantenimiento de

1 Véase el recuadro titulado «Comparación de la evolución del empleo en la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

puestos de trabajo, se redujo de forma acusada en Estados Unidos, ya que muchos trabajadores que perdieron su empleo han abandonado el mercado de trabajo, lo que refleja la falta de oportunidades de empleo.

A continuación se examina la evolución reciente del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos analizando el comportamiento de algunos indicadores durante la reciente recesión en comparación con episodios anteriores desde comienzos de los años setenta y con la actual recuperación.

Fuerte ajuste del empleo durante la recesión

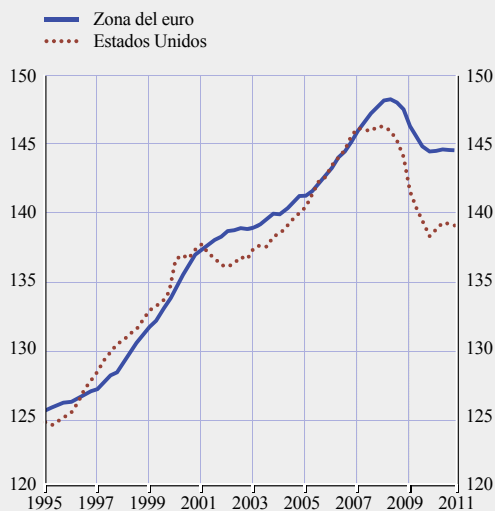
Durante la reciente recesión, el empleo en la zona del euro registró una caída de alrededor de 2,7 millones de trabajadores (véase gráfico) o, en términos porcentuales, de un 0,8% (2,1% en términos de total de horas trabajadas), como

se indica en el cuadro. Esta caída se asoció a un descenso del PIB real del 3%², lo que implica una elasticidad de 0,25 (o de 0,7 en términos de horas trabajadas). En otras palabras, por cada punto porcentual que cayó el PIB, el empleo de la zona del euro se redujo en 0,25 puntos porcentuales. La elasticidad del empleo en relación con el PIB en el conjunto de la zona del euro oculta un considerable grado de heterogeneidad entre unos países y otros, situándose España y Alemania en los dos extremos del espectro con elasticidades de 2,2 y 0,1, respectivamente³. Las pérdidas de empleo persistieron en la zona del euro, aún cuando la economía comenzó a recuperarse, hasta finales de 2009. El impacto de la recesión sobre el empleo fue notablemente mayor en Estados Unidos, cuyo nivel de empleo (medido por el empleo civil) se redujo en unos 5,9 millones en el transcurso de la recesión⁴. El descenso del empleo en Estados Unidos, cifrado en un 2,8% (4,2% en términos de horas totales trabajadas) se corresponde con una caída del PIB del 2,7%, que se tradujo en una elasticidad del empleo con respecto a las variaciones del producto igual a 1 (1,5 en términos de horas trabajadas).

En comparación con las recesiones anteriores observadas desde comienzos de los años setenta, la elasticidad del empleo con respecto al producto fue, en general, coherente con los niveles históricos en Estados Unidos, pero resultó mucho menor en la zona del euro. En términos de horas trabajadas, fue bastante comparable con los niveles de recesiones anteriores en Estados Unidos y, en menor escala, en la zona del euro. La variación de la respuesta del empleo en la zona del euro refleja, en parte, la aplicación muy generalizada de los planes de reducción de jornada adoptados en varios países de la zona en un intento directo de salvaguardar el empleo.

Evolución del empleo en la zona del euro y en Estados Unidos

(millones de personas)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

2 Salvo indicación en contrario, las cifras se calculan como promedio de las tasas de crecimiento intertrimestrales/intermensuales (anualizadas).

3 Para más información sobre la heterogeneidad de los datos entre los distintos países de la zona del euro, véase el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

4 La cifra correspondiente desde el máximo hasta el mínimo (es decir, entre el cuarto trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2009) se situó próxima a 8 millones.

No obstante, la reciente recesión ha tenido un impacto sobre el mercado de trabajo más allá de la caída del empleo. En la zona del euro, la tasa de paro aumentó desde el 7,2% en el primer trimestre de 2008 hasta el 9,3% al final de la recesión, en el segundo trimestre de 2009, el nivel más alto observado desde el tercer trimestre de 1998. El aumento fue incluso más espectacular en Estados Unidos: en torno a 5 puntos porcentuales entre el máximo y el mínimo, alcanzando la cifra del 9,5% en el segundo trimestre de 2009. Además, mientras que la tasa de actividad en la zona del euro se mantuvo bastante estable en términos históricos, en Estados Unidos cayó de forma más significativa que en anteriores recesiones, de lo que se deduce que la tasa de paro podría no manifestar en toda su extensión el grado de atonía del mercado de trabajo. Además, el aumento sostenido del paro se tradujo en un incremento del porcentaje de desempleados durante más de seis meses (sobre el desempleo total) hasta niveles excepcionalmente elevados para Estados Unidos, es decir, de alrededor del 30% del total de parados. El porcentaje que representa el desempleo de larga duración ha sido, tradicionalmente, mucho más alto en la zona del euro que en Estados Unidos, pero se mantuvo prácticamente estable en la última recesión, en casi un 59%. Durante la reciente recesión, los costes laborales unitarios se incrementaron un 4,4% en la zona del euro (ya que, debido al mantenimiento de puestos de trabajo, los costes laborales no se redujeron tanto como el valor añadido), cifra mucho más alta que el 1,7% registrado en Estados Unidos, donde las reducciones de plantilla dieron lugar a un aumento de la productividad y el crecimiento de los costes laborales se redujo de forma sustancial⁵.

Moderado aumento del empleo al inicio de la recuperación

Aunque todavía es demasiado pronto para formular juicios respecto a la actual recuperación desde la perspectiva del mercado de trabajo, resulta, sin embargo, interesante, señalar algunas características de los ajustes que se están produciendo. Conforme a lo previsto, y dado el típico desfase en la respuesta del mercado de trabajo al aumento de la actividad económica, el deterioro del comportamiento del mercado laboral de la zona del euro ha continuado, en cierta medida, durante la actual fase de recuperación. El empleo se redujo en unos 3,7 millones entre el segundo trimestre de 2008 y finales de 2009. Según los datos de la encuesta de población activa de la UE, el desempleo en la zona del euro cayó hasta el 9,8% de la población activa total en el tercer trimestre de 2010, ligeramente por debajo del máximo observado en el primer trimestre del año. No obstante, ya se observan algunas señales de mejora, como lo indican el crecimiento positivo del número de horas trabajadas y la corrección de la subida de los costes laborales unitarios. En Estados Unidos, la situación del mercado de trabajo comenzó mejorar a principios de 2010, ligeramente por debajo del máximo observado en el primer trimestre del año (seis meses después del inicio de la recuperación), registrándose moderados aumentos del empleo y un ligero descenso de la tasa de paro.

La mejora de los mercados de trabajo se refleja también en la evolución del total de horas trabajadas, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase cuadro). La tasa de paro en Estados Unidos no se redujo hasta el primer trimestre de 2010 y desde entonces se ha mantenido, en general, estable. Por el contrario, ha seguido aumentando en la zona del euro, aunque a un ritmo más lento en los últimos trimestres, lo cual es una señal de la lenta mejora del mercado de trabajo, en el que la creación de empleo no es todavía lo suficientemente sólida como para reducir el número de desempleados. Otro aspecto que apunta a la atonía de la recuperación

⁵ Véase una comparación detallada de la evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos en el recuadro titulado «Evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos durante la reciente recesión económica: un análisis comparativo», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2010.

Indicadores del mercado de trabajo de la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación; puntos porcentuales)

	Expansión actual		Última recesión		Recesiones anteriores	
	Zona del euro	Estados Unidos	Zona del euro	Estados Unidos	Zona del euro	Estados Unidos
Mayores de 16 años	0,4	0,9	0,4	0,9	0,7	1,1
Tasa de actividad (porcentajes)	56,1	64,3	56,4	65,7	53,4	64,4
Variación de la tasa de actividad	-0,2	-0,9	0,0	-0,2	-0,3	-0,1
Tasa de paro (porcentajes)	9,8	9,4	9,3	9,5	9,5	7,9
Variación de la tasa de paro	0,3	-0,1	1,3	3,0	0,0	2,4
Desempleo: más de seis meses (porcentaje del total)	65,0	44,5	58,6	29,8	-	12,9
Variación de la tasa de paro: más de seis meses	6,3	9,8	-4,0	6,8	-	2,6
Empleo	-0,5	-0,3	-0,8	-2,8	-0,6	-1,2
Total de horas trabajadas	-0,5	0,3	-2,1	-4,2	0,9	-1,9
Ratio empleo/población (porcentajes)	50,6	58,3	51,1	59,4	48,3	59,4
Variación de la ratio empleo/población	-0,4	-0,7	-0,7	-2,2	-0,7	-1,6
Costes laborales unitarios	-0,6	-0,9	4,4	1,7	10,8	6,3
Pro memoria:						
Producto interior bruto real	1,8	3,0	-3,0	-2,7	-0,6	-1,2
Duración media (en trimestres)	4,0	5,0	5,0	6,0	8,0	4,0

Fuentes: Eurostat, OCDE, Comisión Europea, Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Notas: La datación de los ciclos procede del National Bureau of Economic Research y del Centre for Economic Policy Research. Las cifras sobre la expansión actual comprenden hasta el tercer trimestre de 2010 para la zona del euro y hasta el cuarto trimestre de 2010 para Estados Unidos. La población corresponde a los mayores de 15 años en Estados Unidos. Salvo indicación en contrario, las cifras se calculan como media de las tasas de crecimiento intertrimestrales/intermensuales (anualizadas). Las tasas de actividad y de empleo se calculan sobre la población mayor de 16 y de 15 años, respectivamente. Los niveles de las tasas de actividad, así como las tasas de empleo y de paro, se miden en el último trimestre de la recuperación y de la recesión, y no como promedio, como ocurre con las tasas de variación y de crecimiento. En Estados Unidos, los costes laborales unitarios corresponden al sector empresarial.

en este mercado es el hecho de que la tasa de actividad ha seguido siendo baja, especialmente en Estados Unidos, aunque se han observado señales de estabilización en los últimos meses. Al mismo tiempo, el porcentaje de desempleados durante más de seis meses con respecto al número total de parados ha seguido creciendo y ha alcanzado máximos históricos en ambas áreas: el 65% en la zona del euro y algo menos del 45% en Estados Unidos (véase cuadro). En ambos casos, si bien el origen de este aumento es considerado principalmente cíclico, implica un deterioro del capital humano, que podría incrementar el desempleo estructural.

En general, se han observado algunas diferencias en la evolución del mercado de trabajo entre la zona del euro y Estados Unidos. En primer lugar, aunque la caída de la actividad fue más acusada en la zona del euro, el ajuste en el mercado de trabajo de Estados Unidos ha sido más pronunciado. Por lo que respecta al factor trabajo, en particular, el ajuste en la zona del euro guardó más relación con el número de horas trabajadas por persona que con el número de personas empleadas (debido, en parte, a que en la zona del euro se ha recurrido en mayor medida a los planes de reducción de jornada), mientras que, en Estados Unidos, se manifestó más, en términos relativos, en las variaciones en el número de personas ocupadas. En segundo lugar, dada la magnitud de la caída del producto, el ajuste en la zona del euro puede considerarse menos acusado que en anteriores recesiones, sobre todo en lo que respecta a las pérdidas de empleo. Por el contrario, el mercado de trabajo de Estados Unidos ha registrado descensos mucho mayores de la tasa de actividad y notables aumentos de la duración del desempleo, mientras que la pérdida de empleo ha sido, en general, similar a la observada en recesiones anteriores, teniendo en cuenta la profundidad de la caída de la actividad. Pese a que el deterioro del mercado de trabajo ha sido menos pronunciado, la proporción de desempleados que se han quedado sin empleo durante más de seis meses ha alcanzado actualmente niveles excepcionalmente altos en la zona del euro, lo que exige una respuesta eficaz. Si no se hace frente al problema sin demora adoptando políticas

activas y medidas encaminadas a promover el aprendizaje continuo, el riesgo de erosión del capital humano asociado a los episodios de desempleo de larga duración podría dar lugar a un aumento del desempleo estructural. Ello dificultaría la tarea de revertir las tasas de paro a los niveles observados antes de la recesión a medida que se afiance la recuperación.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

ESTABILIZACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO DE LA ZONA DEL EURO EN 2010

La crisis económica y financiera reciente se tradujo en aumentos acusados de las ratios de déficit y de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB y, en 2010, los participantes en los mercados financieros cuestionaron la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro. En respuesta a la crisis de la deuda soberana y a los efectos de contagio negativos, los países más afectados aplicaron medidas de saneamiento y reformas estructurales adicionales para restablecer la credibilidad. La crisis puso de manifiesto que asegurar unas finanzas públicas saneadas es un requisito indispensable para alcanzar la estabilidad macroeconómica y financiera general.

Tras dos años de acusado deterioro de las situaciones presupuestarias, el déficit público agregado de la zona del euro se estabilizó en 2010, aunque los niveles de déficit presentaron importantes variaciones entre países. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 29 de noviembre de 2010, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro no se modificó con respecto a 2009, situándose en el 6,3% del PIB (véase cuadro 5). La estabilización del déficit presupuestario estuvo impulsada, en parte, por el repunte del crecimiento de los ingresos públicos, en un contexto de estabilización de las condiciones macroeconómicas, tras el marcado descenso de los ingresos registrado en 2009. Al mismo tiempo, el crecimiento del gasto público se frenó, ya que la retirada de las medidas de estímulo fiscal aplicadas desde finales de 2008 y las nuevas medidas de saneamiento presupuestario compensaron el

crecimiento todavía relativamente intenso de las prestaciones sociales, las transferencias de capital y los pagos por intereses. La contención del gasto fue especialmente pronunciada en el ámbito de la inversión pública y de la remuneración de los empleados públicos, con reducciones del empleo público y congelaciones o recortes salariales en varios países. En términos de las ratios en relación con el PIB, tanto los ingresos públicos totales como el gasto público total prácticamente no se modificaron con respecto a 2009, situándose en el 44,4% y el 50,8%, respectivamente.

Las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea de otoño de 2010 son más favorables para la mayor parte de los países que las estimaciones contenidas en los programas de estabilidad actualizados, presentados entre diciembre de 2009 y marzo de 2010. Estas actualizaciones apuntaban a un déficit elevado en la zona del euro en su conjunto, que ascendería al 6,6% del PIB en 2010, frente al 6,3% de las previsiones de la Comisión (véase cuadro 5). En muchos casos, el hecho de que las previsiones de la Comisión sean más favorables se debe a que el crecimiento económico superior a lo esperado anteriormente contribuye al aumento de los ingresos fiscales, mientras que, en el caso de Portugal, el cumplimiento del nuevo objetivo fijado por el Gobierno es atribuible, principalmente, a una importante medida extraordinaria, concretamente a la transferencia del fondo de pensiones de Portugal Telecom al sistema de pensiones de los empleados públicos.

No obstante, para algunos países, las previsiones de déficit de la Comisión Europea son considerablemente superiores a lo esperado en los programas de estabilidad o en los objetivos actualizados de los Gobiernos. Este es el caso de Eslovaquia, como consecuencia de unos

Cuadro 5 Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países de la zona

(en porcentaje del PIB)

Superávit (+) o déficit (-) de las Administraciones Públicas

	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2008	2009	2010	2010
Bélgica	-1,3	-6,0	-4,8	-4,8
Alemania	0,1	-3,0	-3,7	-5,5
Irlanda	-7,3	-14,4	-32,3	-11,6
Grecia	-9,4	-15,4	-9,6	-8,01 ¹⁾
España	-4,2	-11,1	-9,3	-9,32 ²⁾
Francia	-3,3	-7,5	-7,7	-8,2
Italia	-2,7	-5,3	-5,0	-5,0
Chipre	0,9	-6,0	-5,9	-6,0
Luxemburgo	3,0	-0,7	-1,8	-3,9
Malta	-4,8	-3,8	-4,2	-3,9
Países Bajos	0,6	-5,4	-5,8	-6,1
Austria	-0,5	-3,5	-4,3	-4,7
Portugal	-2,9	-9,3	-7,3	-7,3 ³⁾
Eslovenia	-1,8	-5,8	-5,8	-5,7
Eslovaquia	-2,1	-7,9	-8,2	-5,5
Finlandia	4,2	-2,5	-3,1	-3,6
Zona del euro	-2,0	-6,3	-6,3	-6,6

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2008	2009	2010	2010
Bélgica	89,6	96,2	98,6	100,6
Alemania	66,3	73,4	75,7	76,5
Irlanda	44,3	65,5	97,4	77,9
Grecia	110,3	126,8	140,2	143,01 ¹⁾
España	39,8	53,2	64,4	65,9
Francia	67,5	78,1	83,0	83,2
Italia	106,3	116,0	118,9	116,9
Chipre	48,3	58,0	62,2	61,0
Luxemburgo	13,6	14,5	18,2	18,3
Malta	63,1	68,6	70,4	68,6
Países Bajos	58,2	60,8	64,8	67,2
Austria	62,5	67,5	70,4	70,2
Portugal	65,3	76,1	82,8	83,5 ³⁾
Eslovenia	22,5	35,4	40,7	39,6
Eslovaquia	27,8	35,4	42,1	40,8
Finlandia	34,1	43,8	49,0	48,3
Zona del euro	69,8	79,2	84,2	84,3

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010, programas de estabilidad actualizados en 2009-2010 y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95.

1) Objetivo del programa de la UE y el FMI para Grecia.

2) Nuevos objetivos fijados por los Gobiernos para España y Portugal.

3) Según el informe «Steering Report on the Budgetary Policy» (julio de 2010).

ingresos inferiores a lo previsto, pero también de Grecia e Irlanda, que tuvieron que afrontar desequilibrios presupuestarios particularmente importantes en 2010.

En Grecia, los persistentes déficits públicos y la elevada deuda, la presentación de datos fiscales incorrectos hasta 2009, así como el

aplazamiento de una reforma económica y social muy necesaria, perjudicaron seriamente la credibilidad de las autoridades. Este país tuvo que afrontar un aumento de los costes de endeudamiento y serias dificultades de financiación y, a finales de abril, el Gobierno tuvo que solicitar asistencia financiera a los países de la zona del euro y al FMI.

La asistencia concedida estuvo estrictamente condicionada a un ambicioso programa de reformas económicas, financieras, fiscales y de la gobernanza del sector público. Tras un buen comienzo, que incluyó un importante ajuste fiscal y reformas de las pensiones y del mercado de trabajo, en la segunda mitad del año surgieron varias dificultades en la aplicación del programa y algunas de las reformas estructurales se demoraron. En particular, es probable que el efecto arrastre de la revisión al alza de las estadísticas relativas al déficit público de 2009, así como las reducciones de ingresos y la acumulación de atrasos en las administraciones de seguridad social, hayan generado un déficit público superior al fijado como objetivo para 2010 en términos del SEC 95. Para 2011, las autoridades han adoptado medidas de consolidación adicionales para compensar totalmente el terreno perdido en 2010 y, como tal, el programa sigue una senda adecuada, en líneas generales. Sin embargo, todavía deben especificarse medidas complementarias que ascienden a aproximadamente el 6% del PIB para años posteriores, con el fin de cumplir el objetivo de reducir el déficit hasta situarlo por debajo del 3% del PIB en 2014. Además, es necesario adoptar medidas más ambiciosas en el ámbito de las reformas estructurales.

En Irlanda, las medidas de saneamiento presupuestario de amplio alcance adoptadas por el Gobierno no pudieron frenar el deterioro de la situación fiscal, debido a la combinación de una posición presupuestaria subyacente débil, de graves problemas estructurales en el sector bancario y de la fuerte exposición de las finanzas públicas al sector financiero. El hecho de que el déficit registrara un aumento muy acusado tuvo su origen, en parte, en el pronunciado descenso de los ingresos impositivos resultante de un severo empeoramiento de las condiciones cíclicas, en una reducción sustancial de la demanda interna y en la corrección de los anteriores ingresos extraordinarios procedentes de los impuestos sobre la propiedad tras el estallido de la burbuja inmobiliaria. Por otra parte, la asistencia excepcional prestada por el Gobierno al sector bancario hizo que el

déficit público se situara por encima del 30% del PIB. Cuando la confianza de los mercados disminuyó, en noviembre, el Gobierno irlandés tuvo que solicitar asistencia financiera a la UE y al FMI, sujeta a una estricta condicionalidad. El programa de ajuste asociado se basa en un plan de saneamiento presupuestario y de reformas estructurales de cuatro años de duración, e incluye una importante reestructuración del sector bancario. El objetivo es reducir el déficit hasta situarlo por debajo del 3% del PIB en 2015, así como restablecer la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas de Irlanda.

En última instancia, casi todos los países de la zona del euro registraron un déficit superior al valor de referencia, el 3% del PIB, en 2010. A finales de 2010, 15 países de la zona estaban sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, con unos plazos para reducir los ratios de déficit hasta situarlas por debajo del valor de referencia del 3% del PIB que van desde 2011 a 2015 (véase cuadro 6).

La ratio de deuda pública de la zona del euro volvió a aumentar considerablemente en 2010, aunque a un ritmo más lento que en 2009. Según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010, la ratio media de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB se incrementó desde el 79,2% en 2009 hasta el 84,2% en 2010, principalmente como consecuencia de los elevados déficits y, en menor medida, del apoyo proporcionado al sector financiero y a Grecia. A diferencia de años anteriores, en 2010, el aumento de la ratio de deuda fue inferior al implícito en el nivel de déficit. El motivo de ello fue que los ajustes déficit-deuda, que aunque fueron más reducidos contribuyeron todavía a que el nivel de la deuda aumentara, quedaron compensados con creces por el impacto del crecimiento del PIB nominal sobre el denominador. Dicho esto, los ratios de deuda eran bastante superiores al valor de referencia del 60% del PIB al final de 2010 en doce de los 16 países de la zona del euro, y se situaban bastante por encima del 100% del PIB en Grecia e Italia.

Cuadro 6 Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario 2010	Inicio	Plazo límite	Ajuste estructural anual medio recomendado
Bélgica	-4,8	2010	2012	0,75
Alemania	-3,7	2011	2013	≥ 0,5
Irlanda	-32,3	2010	2015 ¹⁾	2
Grecia	-9,6	2010	2014	≥ 10 total 2009-2014
España	-9,3	2010	2013	> 1,5
Francia	-7,7	2010	2013	> 1
Italia	-5,0	2010	2012	≥ 0,5
Chipre	-5,9	2010	2012	1,5
Luxemburgo	-1,8	-	-	-
Malta	-4,2	2010	2011	0,75
Países Bajos	-5,8	2011	2013	0,75
Austria	-4,3	2011	2013	0,75
Portugal	-7,3	2010	2013	1,25
Eslovenia	-5,8	2010	2013	0,75
Eslovaquia	-8,2	2010	2013	1
Finlandia	-3,1	2010	2011	0,5

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010 (columna 1) y recomendaciones del Consejo ECOFIN (columnas 2, 3 y 4)

1) El 7 de diciembre de 2010, el Consejo ECOFIN amplió en un año, hasta 2015, el plazo límite fijado en el procedimiento de déficit excesivo para Irlanda.

Pese a la mejora de las perspectivas de las finanzas públicas en comparación con expectativas anteriores para algunos países, la situación fiscal de la zona del euro sigue siendo precaria, lo que ha contribuido al aumento de las tensiones en los mercados de deuda pública. La inquietud reinante en los mercados financieros, según se reflejó en los rendimientos de la deuda pública, incluso se intensificó en 2010 y principios de 2011 en determinados países con una evolución presupuestaria particularmente adversa (en la sección 2.2 del capítulo 1 se presenta un análisis de la evolución de los mercados de deuda pública).

Resulta especialmente difícil distinguir entre los factores cíclicos y los factores estructurales que han determinado la evolución presupuestaria, debido a la incertidumbre existente en torno a la identificación del crecimiento tendencial y de la brecha de producción en tiempo real. Pese a esta incertidumbre, según la Comisión Europea, el componente cíclico del déficit mejoró en 2010 por primera vez desde 2007. Se considera que la orientación de la política fiscal de la zona del euro, en términos de la variación del saldo primario ajustado de ciclo (corregido por las medidas excepcionales de recapitalización

bancaria adoptadas en Irlanda), fue neutral, en líneas generales, en 2010, iniciando con ello una corrección desde la orientación expansiva de 2008-2009 hacia la orientación restrictiva esperada en 2011.

EXPECTATIVAS DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO EN 2011

En 2011 se espera que la situación presupuestaria de la zona del euro mejore en cierta medida, aunque se prevé que el déficit permanezca en niveles elevados. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona se reducirá 1,8 puntos porcentuales, hasta el 4,6% del PIB (véase gráfico 34), y la ratio media de ingresos de la zona aumentará 0,4 puntos porcentuales del PIB, mientras que se prevé que la ratio de gasto primario se reduzca 1,5 puntos porcentuales del PIB, como consecuencia, principalmente, de las medidas de saneamiento, y que la ratio media de gasto por intereses de la zona aumente en 0,1 puntos porcentuales del PIB. La mejora general de la situación presupuestaria de la zona del euro debería ser resultado, fundamentalmente, de la adopción de una orientación fiscal más restrictiva, mientras

Gráfico 34 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro



que se considera probable que el impacto del ciclo económico sea favorable pero limitado. Pese a la mejora esperada en la posición presupuestaria agregada, se espera que pocos países de la zona, principalmente Alemania, Luxemburgo, Malta y Finlandia, registren déficits públicos equivalentes o inferiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2011. Se prevé que la ratio media de deuda pública de la zona del euro continúe aumentando en 2011, en 2,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 86,5% del PIB, y que esta ratio sea superior al 100% del PIB en tres países, concretamente Bélgica, Grecia e Italia. En Irlanda, se espera que las medidas de saneamiento adoptadas tras la fecha límite de presentación de datos para la elaboración de las previsiones de la Comisión mantengan

la ratio de deuda por debajo del 100% del PIB en 2011.

ES ESENCIAL UN COMPROMISO DE SANEAMIENTO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Como consecuencia de una situación presupuestaria todavía precaria en algunos países, es necesario mantener el compromiso de saneamiento de las finanzas públicas. Las medidas de saneamiento incluidas en los presupuestos de 2011 constituyen un primer paso en la dirección correcta. No obstante, la envergadura de los retos que se plantean actualmente exige la adopción de ambiciosas medidas de consolidación durante varios años en la mayoría de los países. En particular, a tenor del acusado aumento de las ratios de gasto durante la crisis, en muchos países parece justificado centrar especialmente la atención en los recortes de gasto estructural, incluida una reevaluación sistemática del ámbito del gasto público y de la calidad de las finanzas públicas. Esto es muy necesario ante los fuertes desequilibrios presupuestarios actuales: unas ratios de deuda soberana elevadas y la perspectiva de que la tasa de crecimiento tendencial sea más reducida acentúan los riesgos presupuestarios relacionados con reestructuraciones bancarias futuras y los costes previstos del envejecimiento de la población asociados a los sistemas de pensiones de reparto y a la atención sanitaria. Una estrategia de reformas creíble y de amplio alcance también contribuye a mantener la confianza de los mercados, lo que podría ser especialmente importante en países con una situación fiscal vulnerable. Además, es probable que tal estrategia tenga un impacto favorable sobre las condiciones de financiación a largo plazo que compense los costes a corto plazo en términos de un menor crecimiento económico (véase recuadro 8).

COSTES Y BENEFICIOS MACROECONÓMICOS DE LOS PROCESOS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Las ratios de déficit público y de deuda pública en relación con el PIB han aumentado sustancialmente durante la crisis económica y financiera. Parte de este incremento tiene su origen en la respuesta cíclica automática de los ingresos y el gasto públicos a la evolución económica y a otros factores transitorios, como las medidas temporales de estímulo fiscal o las transferencias públicas para reforzar el sector bancario. Sin embargo, la crisis ha conducido a una sustancial revisión a la baja de la mayoría de las estimaciones del producto potencial, así como a algunas pérdidas en los ingresos tributarios (por ejemplo, los vinculados a transacciones inmobiliarias), que pueden considerarse permanentes. Por este motivo, la mayor parte de los déficits públicos acumulados durante la crisis deben considerarse estructurales. Esto hace que sea necesario realizar importantes esfuerzos de consolidación fiscal en los próximos años para que las finanzas públicas se sitúen en una senda sostenible.

Un principio ampliamente aceptado es que la consolidación fiscal es beneficiosa para el crecimiento económico en el largo plazo. La reducción de las necesidades de financiación del sector público se plasma en unos tipos de interés a largo plazo más bajos, con lo que mejoran las condiciones de financiación del sector privado y se estimula la inversión productiva. Para el Gobierno, un menor nivel de deuda y de pagos por intereses asociados libera recursos para reducir los impuestos distorsionantes y financiar un gasto más productivo. Además, si las finanzas públicas están saneadas, los hogares y las empresas pueden confiar en la capacidad del Gobierno para ayudar a atenuar las fluctuaciones económicas a través de los estabilizadores automáticos. Estudios empíricos realizados en una amplia variedad de países industriales y períodos proporcionan evidencia sobre los efectos inhibidores del crecimiento de una deuda pública elevada¹.

En cambio, la consolidación fiscal suele caracterizarse por tener un efecto moderador en el crecimiento económico a corto plazo. Los recortes del gasto y la inversión públicos reducen directamente el gasto agregado, mientras que las subidas de impuestos y la disminución de las transferencias públicas hacen que descienda la renta disponible de los hogares y las empresas. La mayor parte de la evidencia empírica apunta a que los multiplicadores de los impuestos y del gasto son positivos a corto y medio plazo, aunque disminuyen con el tiempo. Esto también queda reflejado en los modelos económicos estructurales convencionales utilizados para analizar la economía y elaborar predicciones económicas a corto y a medio plazo². No obstante, en determinadas circunstancias, especialmente, cuando la restricción presupuestaria implica pasar de una situación (casi) insostenible de las finanzas públicas a una posición (más) sostenible, es posible que los tradicionales efectos «keynesianos» a corto plazo de los procesos de consolidación fiscal se vean considerablemente amortiguados o incluso se inviertan. El supuesto teórico de efectos «no keynesianos» a corto plazo se basa en la idea de que los recortes del gasto o las subidas de impuestos pueden generar un incremento compensatorio inmediato del consumo y la inversión privados si crean expectativas de reducciones de impuestos y, por tanto, de aumento de la renta disponible, en el futuro. Esta idea está estrechamente relacionada

1 La correlación entre un nivel elevado de deuda y un crecimiento menor ha sido establecida para un período muy largo por C.M. Reinhart y Rogoff, K.S., «Growth in a time of debt», *Working Paper Series*, n.º 15639, National Bureau of Economic Research, 2010. Para la zona del euro, C. Checherita y Rother, P., presentan evidencia econométrica en «The impact of high and growing debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1237, BCE, 2010.

2 Véase el artículo titulado «La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

con la hipótesis de «equivalencia ricardiana», según la cual un sector privado racional debería internalizar las restricciones presupuestarias del sector público.

Pese a las dificultades que conlleva diferenciar el impacto de la política fiscal sobre la economía de otros factores, se dispone de poca evidencia empírica que indique que los efectos no keynesianos son dominantes en épocas económicas normales. No obstante, la evidencia sugiere que es probable que los efectos negativos a corto plazo de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico sean mucho más limitados si: i) la situación presupuestaria de partida es especialmente precaria (y genera preocupación y unas primas de riesgo elevadas); ii) el sector privado no afronta restricciones de crédito (de forma que los hogares y las empresas pueden suavizar su consumo y su inversión con el tiempo); y iii) un impacto favorable de la consolidación fiscal sobre la inflación –y sobre las expectativas de inflación– permite aplicar una política monetaria (y cambiaria) más acomodaticia.

Sin embargo, es poco probable que los estudios empíricos basados en muestras de datos que cubren períodos más «favorables» sean una buena guía para considerar el impacto de la consolidación fiscal tras una crisis de deuda soberana³. La pérdida de confianza en las finanzas públicas afectaría a los tenedores de deuda pública, como las entidades de crédito, los fondos de pensiones y los inversores individuales, y con ello se debilitaría la estabilidad financiera y las perspectivas de la economía real. En estas circunstancias, la única opción viable es anunciar y comenzar a aplicar un ajuste fiscal considerable. El enfoque contrafactual de inacción en períodos de fuerte tensión fiscal no es una alternativa sostenible, ya que se intensificarían las tensiones en los mercados financieros, lo que con toda probabilidad se traduciría en unos resultados de crecimiento mucho peores que los que se obtendrían de la consolidación fiscal. Ciertamente, aplazar los procesos de saneamiento de las finanzas públicas necesarios solo sirve para aumentar las dificultades, siendo posible que conlleve la necesidad de acometer un duro e inoportuno proceso de saneamiento en un contexto de oportunidades perdidas para crear el margen de maniobra fiscal requerido⁴.

3 Para un análisis, véase P. Rother, Schuknecht, L. y Stark, J., «The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters», *Occasional Paper Series*, n.º 121, BCE, 2010.

4 El concepto de margen de maniobra fiscal y sus implicaciones para la sostenibilidad de la deuda y/o comienzo de crisis, se describe en Ostry et al., «Fiscal Space», *IMF Staff Position Note*, n.º 2010/11, FMI, septiembre de 2010.

Las disposiciones en materia de política presupuestaria del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento son fundamentales para guiar a los responsables políticos y respaldar la confianza de la opinión pública y de los mercados financieros en las políticas fiscales de la UEM. Los Gobiernos deben cumplir rigurosamente los plazos y los objetivos fijados en las recomendaciones del Consejo ECOFIN, aplicando todas las medidas previstas y estando preparados, en caso necesario, para adoptar medidas adicionales con el fin de alcanzar los objetivos. A este respecto, las medidas anunciadas pero que todavía no se han concretado suficientemente deben presentarse

con mayor detalle. Por otra parte, los países en los que el entorno macroeconómico ha mejorado deben aprovechar la oportunidad para corregir los déficits excesivos antes de que finalicen los plazos establecidos. En consecuencia, deben tratar de avanzar con rapidez hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo, con el fin de disponer del margen de maniobra fiscal necesario para afrontar los retos conocidos y estar bien situados para hacer frente a cualquier deterioro imprevisto de las finanzas públicas.

Es esencial un firme compromiso político para mejorar la sostenibilidad de las finanzas

públicas, junto con reformas estructurales que aborden los desequilibrios macroeconómicos y las debilidades del sector bancario, entre otras cosas porque proporciona un ancla para las expectativas. En el contexto actual de aumento de las tensiones en torno a la deuda soberana en la zona del euro, con riesgo de efectos de contagio, es fundamental que todos los países alcancen y mantengan unas posiciones presupuestarias saneadas, con el fin de evitar riesgos adicionales para las condiciones de financiación.

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

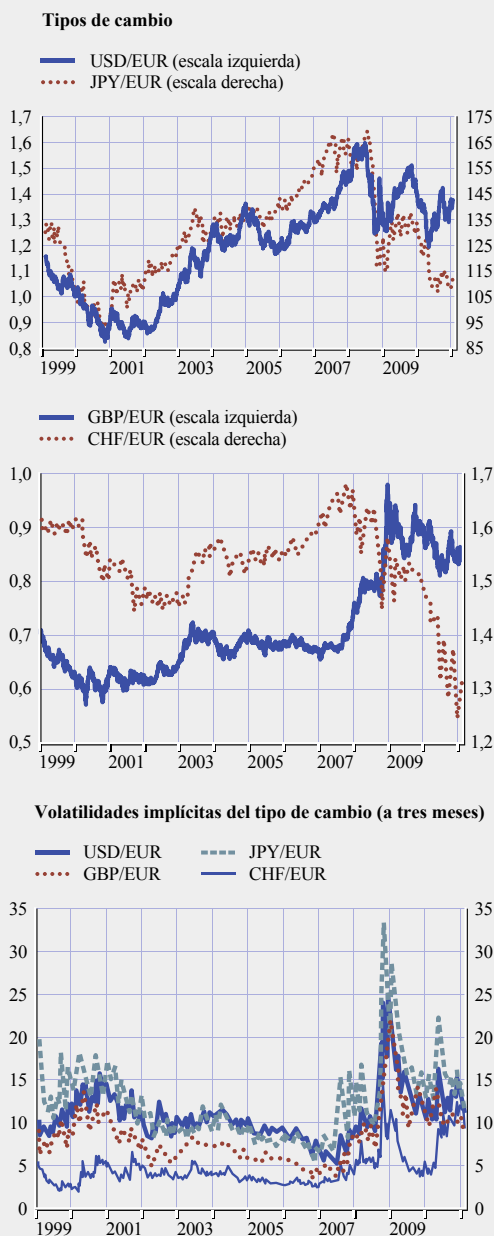
EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO SE DEPRECIÓ A LO LARGO DEL AÑO

La evolución de los tipos de cambio en 2010 estuvo determinada, en gran medida, por la recuperación económica, la situación fiscal y la política monetaria en todo el mundo. En muchas economías avanzadas, la evolución fue un tanto volátil en la medida en que la recuperación económica seguía siendo vulnerable y dependía del respaldo de las políticas monetarias y fiscales. En el primer semestre del año, el euro se depreció frente a varias de las principales monedas (véase gráfico 35), como consecuencia de la creciente inquietud respecto a la situación de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro. Esta incertidumbre se tradujo también en un aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas en mayo y junio (véase gráfico 35). En el segundo semestre de 2010, el euro repuntó en un entorno de cierta volatilidad, debido, principalmente, a que disminuyeron las dudas respecto a la deuda soberana, así como a la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto para la zona del euro. La apreciación general tuvo su origen, fundamentalmente, en la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. A lo largo de 2010, el euro se depreció un 8,2% en términos efectivos medido frente a las monedas de 20 socios comerciales importantes de la zona del euro (véase gráfico 36). Como resultado, el nivel medio del tipo de

cambio efectivo nominal en 2010 fue un 6,3% inferior al de 2009. En 2010, el euro se situó solo un 5,5% por encima de la media histórica registrada desde 1999.

Gráfico 35 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: La última observación corresponde al 25 de febrero de 2011.

El 31 de diciembre de 2010, el euro cotizaba a 1,34 dólares estadounidenses, un 7,3% por debajo del nivel de comienzos de 2010 y un 4,2% por debajo de la media de 2009. La depreciación del euro frente al dólar estadounidense en el primer semestre de 2010 tuvo su origen en una recuperación macroeconómica más sólida en Estados Unidos que en la zona del euro a comienzos del año. En el segundo semestre, el euro se apreció frente al dólar, en respuesta a la aprobación por parte de las autoridades estadounidenses de un nuevo plan de estímulo económico.

En el primer semestre de 2010, el euro también continuó depreciándose frente al yen japonés, revirtiendo por completo la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 35). Durante el resto de 2010, el tipo de cambio bilateral entre el yen y el euro fluctuó dentro de una banda estrecha, cotizando la moneda única entre 105 y 115 yenes. El 31 de diciembre de 2010, el euro cotizaba a 108,65 yenes, un 18,4% por debajo del nivel observado a comienzos del año y un 16,7% por debajo de la media de 2009. La volatilidad del tipo de cambio entre las dos monedas aumentó de forma acusada en mayo y junio de 2010 antes de reducirse en el segundo semestre del año.

En 2010, el euro se depreció frente a la libra esterlina un 3,1%, pasando de 0,89 a 0,86 libras esterlinas por euro. La moneda única se depreció frente a la libra en el primer semestre del año en un contexto de inquietud en los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro. En el segundo semestre recuperó parte de las pérdidas anteriores. A finales de 2010, el tipo de cambio bilateral del euro frente a la libra esterlina se situaba todavía por encima de la media histórica registrada desde 1999, debido a la apreciación que se produjo en 2008 y a principios de 2009.

En 2010, el euro se depreció un 15,7% frente al franco suizo. Hasta junio de 2010, la depreciación se vio atenuada como resultado de las intervenciones del Banco Nacional de

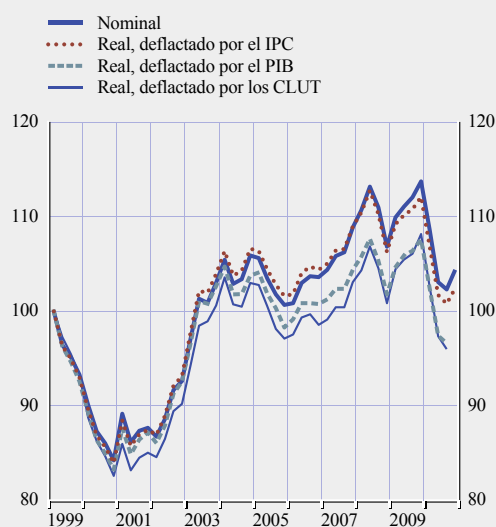
Suiza. En el segundo semestre del año, el euro volvió a depreciarse significativamente frente a la moneda suiza en un entorno de cierta volatilidad.

Entre comienzos de año y el 31 de diciembre de 2010, el euro se depreció frente al dólar canadiense (un 11,9%), el dólar australiano (un 17,9%) y la corona noruega (un 6%), debido, principalmente, a los diferenciales de tipos de interés positivos frente a la zona del euro. La moneda única también se depreció frente a las monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense, a saber, el renmibi chino (un 10,3%) y el dólar de Hong Kong (un 7%). Asimismo, se depreció frente al won coreano (un 10,7%).

El tipo de cambio efectivo real del euro basado en diferentes indicadores de costes y precios se depreció en el primer semestre de 2010 y se estabilizó a partir de entonces (véase gráfico 36). A finales de 2010, los tipos de cambio efectivos

Gráfico 36 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las observaciones más recientes corresponden al cuarto trimestre de 2010 para «nominal» y «real, deflactado por el IPC», y al tercer trimestre de 2010 para «real, deflactado por el PIB» y «real, deflactado por los CLUT», y se basan, en parte, en estimaciones. Las siglas CLUT representan los costes laborales unitarios del total de la economía.

reales se situaban en valores muy próximos a las medias históricas registradas desde 1999. En 2010, el tipo de cambio efectivo real, deflactado por el IPC, se situó, en promedio, un 6,9% por debajo del nivel observado en 2009.

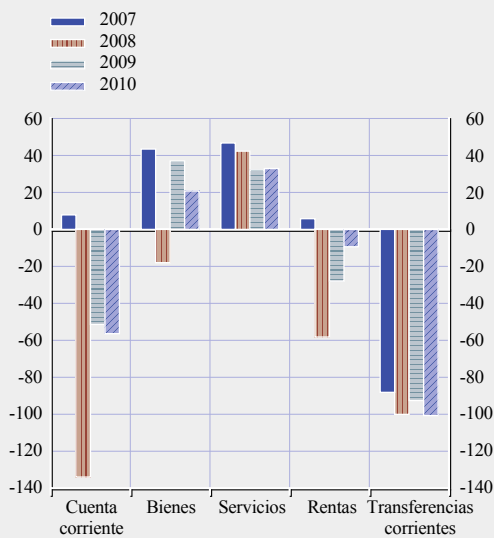
EL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE AUMENTÓ LIGERAMENTE EN 2010

En 2010, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 56,4 mm de euros (un 0,6% del PIB de la zona), frente al déficit de 51,4 mm de euros contabilizado en 2009. Esta evolución tuvo su origen en un descenso del déficit de la balanza de rentas de 18,6 mm de euros, mientras que la balanza comercial de servicios se mantuvo bastante estable (véase gráfico 37). No obstante, la balanza de bienes empeoró en 2010, contrarrestando la mejora de la balanza de rentas. Tras el repunte del comercio a comienzos de 2009 y la mejora de la balanza comercial a lo largo de ese mismo año, la balanza de bienes siguió registrando un superávit en 2010 de unos 16,2 mm de euros menos que el contabilizado en 2009. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes experimentó un deterioro de 8,2 mm de euros en 2010.

Las tasas de crecimiento interanual de las exportaciones de bienes de la zona del euro siguieron las tendencias mundiales del comercio, alcanzando un máximo en el primer semestre de 2010 para iniciar una gradual desaceleración posteriormente. El principal factor determinante de la expansión de las exportaciones en el primer semestre del año fue la sólida demanda externa de importaciones, que tuvo su origen en factores transitorios como las políticas fiscales de estímulo y el ciclo de existencias. No obstante, la desaceleración global de la actividad económica y la progresiva desaparición de estos factores transitorios en el segundo semestre de 2010 contribuyeron a la moderación de las tasas de crecimiento de las exportaciones. El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro siguió estando respaldado por las exportaciones a Asia y a la OPEP, que continuaron aumentando durante todo el año (véase gráfico 38). Aunque las exportaciones a Estados Unidos y Reino Unido crecieron en el primer trimestre de 2010,

Gráfico 37 Balanza por cuenta corriente y sus componentes

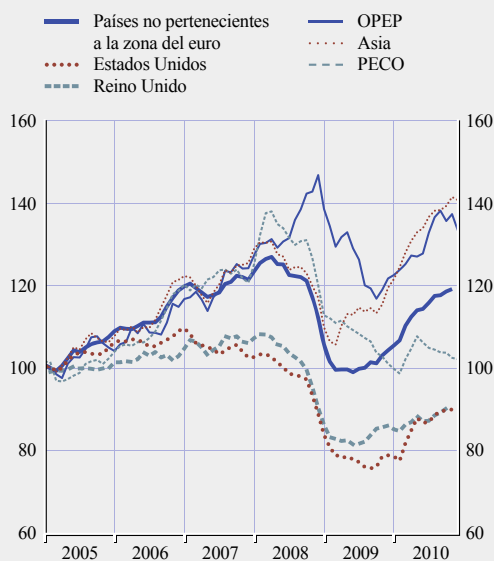
(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

Gráfico 38 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índice: I 2005 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

Nota: PECO son las siglas utilizadas para los países de Europa Central y Oriental. La última observación corresponde a diciembre de 2010, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (noviembre de 2010).

se mantuvieron en niveles moderados a partir de entonces. Al mismo tiempo, la depreciación del euro y el consiguiente impacto positivo sobre la competitividad vía precios de las exportaciones de la zona del euro en 2010 estimularon en cierta medida la demanda externa.

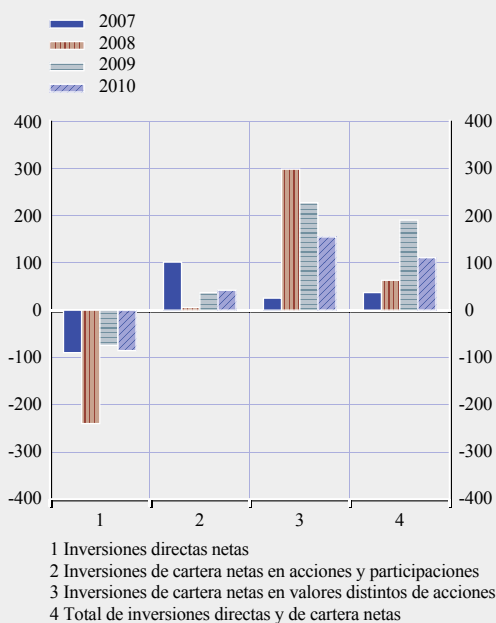
La evolución de las importaciones de bienes de la zona del euro en 2010 siguió una trayectoria similar a la de las exportaciones. El crecimiento interanual de las importaciones siguió aumentando en términos reales, hasta alcanzar un máximo en el segundo trimestre del año y moderarse en el tercer trimestre de 2010. Esta moderación reflejó la contención de la demanda interna de la zona del euro en el segundo semestre del año. La dependencia de las exportaciones de la zona del euro de los bienes intermedios importados continuó impulsando las importaciones. El aumento de los precios de importación también favoreció el incremento de las importaciones en términos nominales a lo largo del año. Dicho aumento se debió, en parte, a la subida de los precios del petróleo observada durante el año, que contribuyó a una expansión del déficit del comercio de petróleo hasta 169,6 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre de 2010, muy por encima del nivel de 132,1 mm de euros registrado un año antes.

LAS ENTRADAS NETAS DEL AGREGADO DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA EXPERIMENTARON UNA FUERTE CAÍDA EN 2010

En la cuenta financiera de la zona del euro, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 111,2 mm de euros en 2010, frente a las entradas netas de 190,3 mm de euros contabilizadas un año antes. Esta reducción fue resultado, principalmente, de un significativo descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones (de unos 72,9 mm de euros) y, en menor medida, de un aumento de las salidas netas de inversión extranjera directa (IED) (de unos 11,4 mm de euros). Esta reducción se compensó parcialmente con un incremento de las entradas netas de acciones y participaciones (de unos 5,1 mm de euros; véase gráfico 39).

Gráfico 39 Inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(datos anuales; mm de euros)

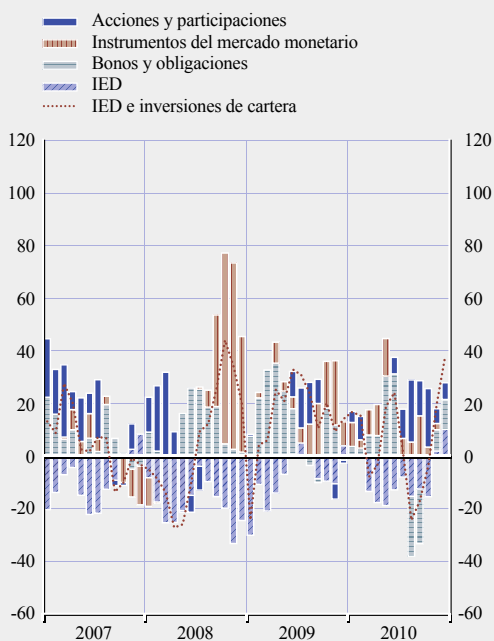


Fuente: BCE.

Por lo que respecta a las inversiones de cartera, la evolución trimestral fue muy volátil en 2010, observándose considerables oscilaciones en el clima de los mercados. Tras algunas señales de repunte del apetito por el riesgo y la consiguiente reactivación de las operaciones transfronterizas con acciones y participaciones en el primer trimestre de 2010, la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros en mayo parece haber causado un nuevo aumento de la aversión al riesgo entre los inversores. Mientras que los residentes en la zona del euro liquidaron posiciones en acciones y participaciones extranjeras y repatriaron fondos, los no residentes en la zona siguieron invirtiendo en instrumentos de cartera de la zona del euro, con lo que se produjo, en general, un fuerte incremento de las entradas netas de inversiones de cartera, especialmente en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 40). En el segundo semestre de 2010, se produjo un cambio de signo en el saldo de las inversiones de cartera, que pasó de registrar salidas netas en el

Gráfico 40 Principales partidas de la cuenta financiera

(flujos netos; mm de euros; medias móviles de tres meses; datos mensuales)



Fuente: BCE.

tercer trimestre a contabilizar entradas netas en el cuarto trimestre. Este cambio de signo refleja, principalmente, la evolución de los bonos y obligaciones. En un clima de preocupación en los mercados respecto a la sostenibilidad de la deuda de algunos países de la zona del euro, los no residentes vendieron bonos y obligaciones de la zona en el tercer trimestre, mientras que los residentes en la zona del euro incrementaron sus inversiones en bonos y obligaciones extranjeros. Al atenuarse las tensiones financieras, los no residentes reanudaron sus compras de bonos de la zona del euro en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, la zona del euro registró entradas netas en acciones y participaciones en el segundo semestre del año, en un clima de mayor interés por parte de los inversores extranjeros en los valores de renta variable de la zona.

Las inversiones directas siguieron mostrando una relativa debilidad en 2010, dado que tanto las empresas de la zona del euro como las compañías extranjeras redujeron sus inversiones

en acciones y participaciones de capital. El aumento de las salidas netas de inversiones directas en 2010 reflejó, principalmente, la evolución de la partida otro capital. Mientras que las empresas de la zona del euro incrementaron los préstamos a sus filiales en el extranjero, las compañías extranjeras repatriaron fondos.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo, disponibles hasta el tercer trimestre de 2010, indican que la zona del euro registró pasivos netos por importe de 1.184 mm de euros (equivalentes al 13% del PIB de la zona), frente a los pasivos netos de 1.448 mm de euros (equivalentes al 16,2% del PIB de la zona) contabilizados a finales de 2009.

3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO⁵

ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el producto registró una recuperación en 2010 tras la notable contracción experimentada en 2009, aunque con cierta volatilidad en el perfil de crecimiento y diferencias significativas entre unos países y otros (véase cuadro 7). La recuperación se apoyó principalmente en las exportaciones, que se vieron favorecidas por la solidez de la demanda externa y la reposición de las existencias tras un descenso considerable de los niveles en 2009. Al mismo tiempo, la demanda interna siguió siendo débil en la mayoría de los países, a pesar de una acusada mejora de los indicadores de confianza. La debilidad de la demanda interna fue consecuencia del ajuste económico en curso en el sector privado y, en algunos países, también en el sector público. En los países que habían entrado en recesión tras un período de auge insostenible, la demanda interna siguió contrayéndose incluso en los últimos trimestres, como resultado de un prolongado ajuste económico.

privado siguió siendo moderado en la mayoría de los países, lo que refleja en cierta medida la frágil situación de los mercados de trabajo y del crecimiento del crédito. En muchos países, las tasas de paro fueron más elevadas que en 2009, aunque en algunos países la mejora de la actividad económica general trajo consigo un repunte del empleo a partir del segundo trimestre de 2010. El comportamiento del mercado de trabajo presentó diferencias acusadas en los distintos sectores. En general, los sectores más orientados a la exportación registraron una demanda de mano de obra mucho mayor, una evolución más favorable de las cifras de empleo y una dinámica salarial más sólida. El crecimiento del crédito al sector privado siguió siendo relativamente débil en la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como consecuencia tanto de la escasez de oferta como de la baja demanda. La utilización de la capacidad productiva siguió siendo reducida, especialmente en los sectores de bienes no comerciables, aunque aumentó de forma acusada en los sectores de exportación de

Examinando los principales componentes de la demanda interna se observa que el consumo

5 Esta sección incluye los países de la UE que no formaban parte de la zona del euro en 2010.

Cuadro 7 Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)									
	2006	2007	2008	2009	2010 ³⁾	2010 I	2010 II	2010 III	2010 ³⁾ IV
Bulgaria	6,5	6,4	6,2	-4,9	0,3	-0,8	-0,3	0,5	2,1
República Checa	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,0	2,3	2,8	2,9
Dinamarca	3,4	1,6	-1,1	-5,2	.	-0,9	2,8	3,4	.
Estonia	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	-2,7	3,0	5,1	6,6
Letonia	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,2	-5,1	-2,6	2,5	3,7
Lituania	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	-1,9	1,2	1,6	4,6
Hungría	3,6	0,8	0,8	-6,7	1,2	-0,6	0,8	2,2	2,4
Polonia	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,1	3,8	4,7	4,3
Rumanía	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,2	-3,2	-1,5	-2,2	-0,5
Suecia	4,3	3,3	-0,6	-5,3	.	2,8	4,5	6,8	.
Reino Unido	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,5	2,5	1,5
UE-8 ¹⁾	6,6	6,0	4,0	-3,5	2,1	0,6	1,9	2,6	3,0
UE-11 ²⁾	4,0	3,5	0,9	-4,6	1,3	0,2	2,0	3,1	1,6
Zona del euro	3,0	2,8	0,4	-4,1	.	0,8	2,0	1,9	2,0

Fuente: Eurostat.

Nota: Datos trimestrales desestacionalizados y ajustados por días laborables para todos los países, salvo Rumanía y la zona del euro (solo desestacionalizados).

1) El agregado UE-8 incluye los ocho países no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE que, a 31 de diciembre de 2010, no formaban parte de la zona del euro.

3) Las cifras correspondientes a 2010 son estimaciones preliminares, es decir, datos provisionales.

muchos países. El crecimiento de la inversión fue, en general, débil o, en algunos países, incluso fuertemente negativo, lo que refleja el proceso de ajuste en marcha en los mercados de la vivienda y una caída en el sector de la construcción. En algunos países, el impacto a corto plazo del ajuste fiscal en curso contribuyó al reducido crecimiento de la demanda interna.

Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB real fue especialmente sólido en Polonia y Suecia, países que habían entrado en la recesión con desequilibrios en la balanza por cuenta corriente relativamente reducidos en comparación con la mayoría de los otros países de este grupo. Algunos países que habían experimentado desaceleraciones muy pronunciadas de la actividad económica en 2009 también registraron un fuerte repunte. Las economías bálticas se recuperaron tras registrar, entre todos los países de la UE, las caídas más notables de la actividad en 2009. Su recuperación estuvo determinada, principalmente, por la demanda externa, mientras que la demanda interna fue débil o incluso se contrajo. En Bulgaria, la recuperación fue lenta y estuvo impulsada básicamente por la demanda externa, mientras que la demanda interna se vio atenuada por el ajuste continuado en el sector privado. Rumanía fue el único país de la UE no perteneciente a la zona del euro en el que la economía siguió registrando una ligera contracción en 2010, debido principalmente al ajuste fiscal en curso.

En general, el acusado cambio en los factores determinantes del crecimiento económico, en comparación con el año anterior a la recesión mundial, refleja el proceso de ajuste económico que se inició en algunos países durante la recesión (como los Estados bálticos) o antes de que esta comenzara.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En 2010, la inflación interanual aumentó, en promedio, en la mayoría de los Estados

miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, a pesar de la prolongada debilidad de la demanda interna, del nivel general todavía elevado de la capacidad productiva sin utilizar y de la atonía imperante en los mercados de trabajo. Los principales impulsos inflacionistas tuvieron su origen en la subida de los precios de los alimentos, pero también de los precios de la energía. En algunos países, las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos también contribuyeron a la inflación. La subida de los precios internacionales de las materias primas tendió a incidir de manera más pronunciada en la inflación en los países de Europa central y oriental que en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, debido al mayor peso de los componentes de energía y alimentos en las respectivas cestas de cálculo del IAPC.

La variación de las tasas de inflación, medidas por el IAPC, entre los distintos países siguió siendo significativa en 2010 (véase cuadro 8). Las tasas medias de inflación más elevadas se registraron en Hungría (4,7%), en donde los impuestos especiales se elevaron en enero y los anteriores incrementos del IVA también tuvieron un efecto de base, y en Rumanía (6,1%), en donde se introdujo un sustancial aumento del IVA en julio. La inflación se situó entre el 2,2% y el 3,3% en la mayoría de los otros países. En la República Checa, Lituania y Suecia, la tasa media de inflación fue positiva pero inferior al 2%. Letonia fue el único país que registró, en promedio, una tasa de inflación negativa del -1,2%. La evolución interanual sugiere una tendencia alcista de la inflación en la mayoría de los países. Letonia volvió a registrar una tasa positiva en septiembre de 2010, debido enteramente a la subida de los precios de la energía y los alimentos. La inflación interanual, excluidos los precios de la energía y los alimentos, siguió siendo moderada en todos los países e incluso negativa en algunos casos (por ejemplo, Letonia y Lituania), lo que indicaría que las presiones inflacionistas por el lado de la demanda fueron débiles en 2010.

Cuadro 8 Inflación, medida por el IAPC, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	2006	2007	2008	2009	2010	2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV
Bulgaria	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	1,9	2,9	3,3	4,0
República Checa	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	0,4	0,9	1,6	2,0
Dinamarca	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	1,9	2,0	2,3	2,5
Estonia	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	0,0	2,9	3,1	5,0
Letonia	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	-3,9	-2,3	-0,3	1,7
Lituania	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	-0,4	0,5	1,8	2,9
Hungría	4,0	7,9	6,0	4,0	4,7	5,8	5,2	3,6	4,3
Polonia	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,4	2,5	2,1	2,7
Rumanía	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	4,6	4,3	7,5	7,8
Suecia	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	2,7	1,8	1,3	1,8
Reino Unido	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
UE-8 ¹⁾	3,2	4,4	6,6	3,7	3,2	2,8	2,8	4,6	5,2
UE-11 ²⁾	2,5	3,1	4,7	2,7	3,2	3,1	3,0	3,0	3,4
Zona del euro	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-8 incluye los ocho países no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2010.

POLÍTICAS FISCALES

Salvo Estonia y Suecia, se estima que todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron ratios de déficit de las Administraciones Públicas superiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2010. El Reino Unido siguió registraron un déficit muy abultado, del 10,5% del PIB. Los ratios de déficit se redujeron en 2010 en la mayoría de estos países en comparación con 2009, en parte porque el crecimiento económico, mayor de lo esperado, dio lugar a un incremento de los ingresos fiscales, mientras que los ratios de deuda con respecto al PIB siguieron aumentando. En la mayoría de los países, los resultados presupuestarios de 2010 fueron coherentes con los objetivos de los programas de convergencia actualizados presentados a finales de 2009. La mejora de los saldos presupuestarios en 2010 en comparación con 2009 difiere considerablemente entre países dependiendo del alcance de la mejora del entorno macroeconómico y de la respuesta fiscal del país a la crisis financiera y económica mundial. Mientras que Bulgaria, la República Checa, los Estados bálticos y Rumanía adoptaron medidas para recortar o restringir el gasto en 2010, en otros países se permitió el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Además, en

Dinamarca y Suecia, se adoptaron medidas discrecionales de estímulo fiscal para hacer frente a la crisis.

A finales de 2010, todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo Estonia y Suecia, estaban sujetos a una decisión del Consejo sobre la existencia de un déficit excesivo. Los plazos para corregir esta situación se han establecido en el año 2011 en el caso de Bulgaria y Hungría, 2012 para Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, 2013 para la República Checa y Dinamarca y (el ejercicio financiero) 2014/2015 para Reino Unido.

En 2010, se estima que los ratios de deuda con respecto al PIB aumentaron en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo en Suecia, aunque este incremento ha sido más moderado que en 2009 en la mayoría de los países. Los mayores incrementos de este ratio se registraron en Reino Unido (9,6 puntos porcentuales), Letonia (9 puntos porcentuales) y Lituania (7,9 puntos porcentuales) como consecuencia, principalmente, de los elevados déficits presupuestarios contabilizados en esos países. Mientras la ratio de deuda se mantuvo por encima del valor de referencia del 60% del PIB en Hungría y siguió aumentando por

Cuadro 9 Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario					Deuda bruta				
	Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010				Programas de convergencia actualizados en 2009/2010	Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010				Programas de convergencia actualizados en 2009/2010
	2007	2008	2009	2010 ³⁾		2010	2007	2008	2009	
Bulgaria	1,1	1,7	-4,7	-3,8	0,0	17,2	13,7	14,7	18,2	14,6
República Checa	-0,7	-2,7	-5,8	-5,2	-5,3	29,0	30,0	35,3	40,0	38,6
Dinamarca	4,8	3,2	-2,7	-5,1	-5,3	27,3	34,1	41,5	44,9	41,8
Estonia	2,5	-2,8	-1,7	-1,0	-2,2	3,7	4,6	7,2	8,0	10,1
Letonia	-0,3	-4,2	-10,2	-7,7	-8,5	9,0	19,7	36,7	45,7	55,1
Lituania	-1,0	-3,3	-9,2	-8,4	-8,1	16,9	15,6	29,5	37,4	36,6
Hungría	-5,0	-3,7	-4,4	-3,8	-3,8	66,1	72,3	78,4	78,5	79,0
Polonia	-1,9	-3,7	-7,2	-7,9	-6,9	45,0	47,1	50,9	55,5	53,1
Rumanía	-2,6	-5,7	-8,6	-7,3	-6,3	12,6	13,4	23,9	30,4	28,3
Suecia	3,6	2,2	-0,9	-0,9	-3,4	40,0	38,2	41,9	39,9	45,5
Reino Unido	-2,7	-5,0	-11,4	-10,5	-12,0	44,5	52,1	68,2	77,8	82,1
UE-8 ¹⁾	-1,9	-3,6	-6,8	-6,6	-5,8	35,7	37,7	43,7	48,5	47,0
UE-11 ²⁾	-1,4	-3,3	-8,4	-8,0	-8,9	40,9	45,6	56,9	63,3	65,7
Zona del euro	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,7	66,2	69,8	79,2	84,2	83,9

Fuentes: Previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2010, programas de convergencia actualizados en 2009/2010 y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras correspondientes a 2010 de los programas de convergencia fueron fijadas por los Gobiernos nacionales y, por lo tanto, podrían diferir de los datos definitivos.

1) El agregado UE-8 incluye los ocho países no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2010.

3) Los datos correspondientes a 2010 son previsiones.

encima de ese nivel en Reino Unido, en el resto de países se mantuvo por debajo del nivel de referencia.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

En 2010, los saldos agregados de la balanza por cuenta corriente y de capital de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, expresados en porcentaje del PIB, experimentaron un deterioro en la mayoría de los países (véase cuadro 10). Sin embargo, la evolución por países fue muy heterogénea. En Estonia, Letonia y Lituania se redujeron los superávits por cuenta corriente y de capital, como resultado de la gradual recuperación de esas economías y del fortalecimiento de la demanda interna. El superávit también se redujo en Suecia, como consecuencia del deterioro de la balanza comercial resultante de la sólida recuperación de la demanda interna. En la República Checa, el saldo agregado de la balanza por cuenta corriente y de capital cambió de superávit a déficit, debido a un aumento

del déficit de la balanza de rentas y a una reducción del superávit comercial. El déficit por cuenta corriente y de capital aumentó en algunos países: en Polonia, como consecuencia de la solidez de la demanda interna en 2010 y del incremento del déficit de la balanza de rentas; en Rumanía, debido principalmente a la caída de las remesas y, en Reino Unido, como resultado del deterioro de la balanza comercial. No obstante, en otros países, el saldo registró una mejora. En Bulgaria, el saldo agregado por cuenta corriente y de capital pasó de déficit a superávit, debido al fortalecimiento de las exportaciones y al proceso de ajuste en curso. En Hungría, el superávit aumentó del 0,7% del PIB en 2009 al 3% del PIB en 2010, como consecuencia de la recuperación inducida, en gran medida, por las exportaciones. Dinamarca registró un aumento del superávit, desde el 3,5% en 2009 hasta el 4,8% en 2010, debido al fortalecimiento de las exportaciones y al hecho de que la demanda interna siguió siendo moderada.

Cuadro 10 Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente y cuenta de capital				Inversiones directas netas				Otras inversiones netas			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Bulgaria	-27,1	-22,3	-8,6	-0,7	28,7	17,5	9,6	5,6	16,8	16,9	-1,7	-2,5
República Checa	-2,6	0,2	0,1	-1,5	5,1	1,0	0,7	3,5	0,1	1,2	-1,0	-3,1
Dinamarca	1,4	2,7	3,5	4,8	-2,8	-3,5	-1,3	-1,2	3,3	2,0	3,8	12,1
Estonia	-16,2	-8,7	7,3	7,2	4,5	2,6	0,7	7,6	13,8	4,9	3,0	-6,8
Letonia	-20,4	-11,6	11,0	8,8	6,8	3,0	0,6	0,3	19,3	7,6	-9,8	-2,9
Lituania	-12,8	-11,3	7,7	6,8	3,6	3,6	-0,1	0,7	13,0	5,8	-10,8	-14,7
Hungría	-6,2	-6,1	0,7	3,0	2,3	1,5	-0,1	2,6	5,4	18,2	8,8	-0,2
Polonia	-3,6	-3,7	-0,5	-1,3	4,3	2,0	2,0	1,5	6,5	6,0	3,1	2,7
Rumanía	-12,8	-11,1	-3,7	-4,6	5,7	6,7	3,0	2,6	11,2	6,2	2,0	4,6
Suecia	8,4	8,6	7,4	6,5	-2,2	1,4	-4,9	-3,0	-3,0	8,7	-9,0	-7,3
Reino Unido	-2,4	-1,3	-1,5	-1,7	-4,4	-2,6	1,2	0,4	-0,8	-9,7	-3,0	-8,9
UE-11 ¹⁾	-1,4	-0,4	0,4	0,3	2,6	-0,9	0,2	-1,1	-0,5	0,3	-7,3	-10,4
UE-3 ²⁾	0,0	0,7	0,5	0,3	2,1	-2,7	-0,8	-1,8	-1,5	-1,3	-11,4	-14,8
UE-8 ³⁾	-1,4	-1,1	-0,1	-0,1	4,1	5,5	3,6	1,8	3,3	5,9	7,4	5,4
Zona del euro	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-1,0	-2,6	-0,8	-1,1	0,3	1,4	-2,4	-0,2

Fuente: BCE.

Nota: Los datos para 2010 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2010.

1) El agregado UE-11 incluye las contribuciones ponderadas de los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2010.

2) El agregado UE-3 comprende las contribuciones ponderadas de Dinamarca, Suecia y Reino Unido.

3) El agregado UE-8 incluye las contribuciones ponderadas de los ocho Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (a 31 de diciembre de 2010) que se incorporaron a la UE en 2004 o 2007.

En lo que respecta a la financiación, las entradas de flujos de inversión extranjera directa se estabilizaron o aumentaron a lo largo de 2010 en casi todos los países no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o posteriormente. Dinamarca y Suecia siguieron siendo exportadores netos de inversiones directas. En la República Checa, Lituania y Polonia, los incrementos de los componentes más estables de la financiación de la cuenta corriente vinieron acompañados de considerables aumentos de las inversiones de cartera netas. Por lo que se refiere a los flujos de otras inversiones, muchos países registraron de nuevo salidas netas, principalmente como consecuencia de una intensificación del proceso de desapalancamiento. En Letonia y Rumanía, las entradas de capital privado en 2010 siguieron complementándose con programas de asistencia financiera de organismos internacionales.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

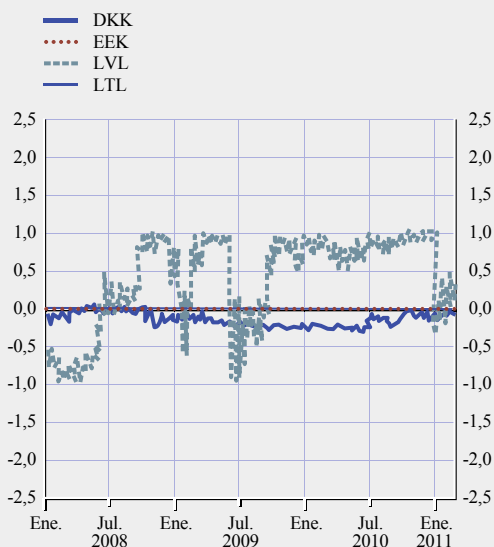
En 2010, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro estuvo muy determinada por los regímenes cambiarios vigentes en cada país.

Las monedas de Dinamarca, Estonia, Letonia y Lituania participaron en el mecanismo de tipos de cambio II (MTC II), sujetas a una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, con la excepción de la corona danesa, que mantiene una banda de fluctuación más estrecha de $\pm 2,25\%$ (véase gráfico 41). La participación en el MTC II fue acompañada, en algunos países, de un compromiso unilateral, por parte del país en cuestión, de mantener una banda de fluctuación más estrecha o un régimen de *currency board*, sin que ello suponga ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, la corona estonia y la litas lituana se incorporaron al MTC II con los regímenes de *currency board* que tenían en vigor, mientras que las autoridades letonas decidieron mantener el tipo de cambio del lats en su paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$.

La corona estonia y la litas lituana se mantuvieron en su paridad central durante 2010. El lats letón se mantuvo, en general, estable dentro de la banda de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente frente al euro, fluctuando en niveles próximos al límite

Gráfico 41 Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II

(datos diarios; desviación de la paridad central en puntos porcentuales)

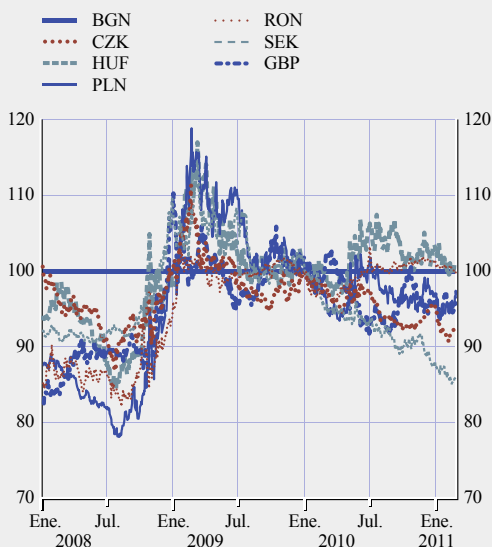


Fuente: BCE.

Notas: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es de $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de $\pm 15\%$. No obstante, en virtud de compromisos unilaterales, la banda de fluctuación del lats letón es de $\pm 1\%$; para la litas lituana se mantiene un régimen de *currency board*, el mismo que se mantuvo para la corona Estonia hasta la adopción del euro en enero de 2011. La última observación corresponde al 25 de febrero de 2011.

Gráfico 42 Evolución frente al euro de las monedas de la UE que no participan en el MTC II

(datos diarios; índice: 1 de enero de 2010 = 100)



Fuente: BCE.

Notas: Un aumento (disminución) indica una depreciación (apreciación) de la moneda. La última observación corresponde al 25 de febrero de 2011.

débil de la banda. El lats no se vio sometido a presiones significativas en 2010, debido a la estabilización de la situación macroeconómica y a la mejora del sentimiento de los inversores con respecto a la economía letona. Además, la observancia de las condiciones del programa de asistencia financiera internacional de la UE y el FMI fue otra fuente de apoyo y sigue siendo fundamental para la credibilidad del régimen de tipo de cambio fijo en el futuro.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participan en el MTC II, pueden distinguirse dos grupos atendiendo a la evolución cambiaria. Mientras que la corona checa, el zloty polaco, la corona sueca y la libra esterlina siguieron apreciándose frente al euro, el forint húngaro y el leu rumano se mantuvieron,

en general, estables (véase gráfico 42). La corona checa, el zloty polaco y la corona sueca contaron con el respaldo del crecimiento experimentado por las respectivas economías. La libra esterlina se apreció, en general, frente al euro, pero el tipo de cambio registró una alta volatilidad. Con la excepción de la corona checa y de la corona sueca, las monedas que se apreciaron no han vuelto a registrar los niveles observados frente al euro antes de 2008.

Los breves episodios de volatilidad que experimentó el tipo de cambio del forint frente al euro fueron reflejo de tensiones políticas en Hungría, incluida la interrupción de las negociaciones entre los organismos internacionales y el Gobierno húngaro y las rebajas de la calificación crediticia por parte de las principales agencias de calificación. El leu

rumano se mantuvo prácticamente invariable desde enero de 2010, salvo por algunos breves períodos de mayor volatilidad, debido, en gran medida, a tensiones políticas y a los consiguientes riesgos respecto a la aplicación de las medidas de consolidación fiscal acordadas con organismos internacionales. El lev búlgaro no experimentó variaciones frente al euro, ya que mantiene un régimen de *currency board* respecto a la moneda única.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

La situación en los mercados financieros mejoró, en general, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a lo largo de 2010. Los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, se redujeron en la mayoría de los países y los diferenciales frente a la deuda pública de la zona del euro se estrecharon en promedio. El descenso de los rendimientos a largo plazo fue más pronunciado en Letonia y Lituania, debido a la mejora de los resultados macroeconómicos y también por los muy elevados niveles de partida a comienzos de 2010. Por lo que respecta a los mercados monetarios, los tipos de interés se redujeron de forma significativa en casi todos los países, debido, en parte, a las bajadas de los tipos de interés oficiales. Una excepción notable es Suecia, donde las subidas de los tipos de interés oficiales a partir del verano contribuyeron a elevar los tipos de mercado a corto plazo en unos 150 puntos básicos.

Las turbulencias experimentadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro solo tuvieron un impacto limitado en los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Considerando el conjunto del año, la mayoría de los países solo registraron pequeñas variaciones de las primas. No obstante, hay que señalar algunas notables excepciones. En los Estados bálticos, las primas descendieron unos 145 puntos básicos en promedio, como resultado, entre otros factores, de la mayor confianza en las medidas de austeridad y de la mejora de la situación macroeconómica. Por el contrario, la persistente

preocupación sobre la sostenibilidad del proceso de consolidación fiscal en Hungría hizo que los diferenciales de los CDS húngaros aumentaran unos 140 puntos básicos a lo largo del año. Los mercados bursátiles de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro superaron, en promedio, a los de la zona del euro por un amplio margen. Las diferencias más pronunciadas se registraron en los Estados bálticos, donde las cotizaciones aumentaron alrededor de un 55%, en promedio, en 2010.

A principios de 2011, los mercados de renta variable siguieron fortaleciéndose en la mayoría de los países, mientras que la evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo fue desigual. Los diferenciales de los CDS húngaros se redujeron en torno a 75 puntos básicos, respaldados por una mejora en el sentimiento de los inversores.

POLÍTICA MONETARIA

El objetivo principal de la política monetaria en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro es la estabilidad de precios. No obstante, las estrategias de política monetaria siguieron variando considerablemente de un país a otro (véase cuadro 11).

En el primer semestre de 2010, muchos bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro, como el Česká národní banka, el Danmarks Nationalbank, el Latvijas Banka, el Magyar Nemzeti Bank y la Banca Națională a României, redujeron sus tipos de interés oficiales. La mayoría de estas reducciones de los tipos tenían por objeto estimular la concesión de préstamos bancarios y respaldar la actividad económica (en vista de que varios países registraban brechas de producción negativas de magnitud significativa). En el segundo semestre de 2010 y a comienzos de 2011, el ciclo de relajación tocó a su fin en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Con la excepción del Latvijas Banka, todos los bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro que modificaron sus tipos de interés oficiales en este período, incluidos el Danmarks Nationalbank,

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

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
Bulgaria	Objetivo de tipo de cambio	Lev búlgaro	Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 1,95583 lev por euro con un sistema de <i>currency board</i> .
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo de inflación: 3% ± 1 punto porcentual hasta finales de 2009 y 2% ± 1 punto porcentual a partir de entonces. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±2,25% en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participaba en el MTC II con una banda de fluctuación de ±15% en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro y mantuvo su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral. El 1 de enero de 2011, el euro se convirtió en moneda de curso legal en Estonia, reemplazando a la corona estonia al tipo de cambio fijo irrevocable de 15,6466 coronas por euro.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±15% en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de ±1% como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Litas lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±15% en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Hungría	Objetivo de inflación	Forint húngaro	Objetivo de inflación: 3% de objetivo a medio plazo desde 2007. Régimen cambiario de flotación libre.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, ±1 punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	3,5% ±1 punto porcentual al final de 2010, 3% ±1 punto porcentual al final de 2011 y de 2012, y 2,5% ±1 punto porcentual para el final de año a partir de 2013. Régimen cambiario de flotación controlada.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: Incremento del IPC del 2%. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC. En caso de desviación de más de un punto porcentual, el gobernador del Bank of England debería dirigir una carta abierta, en nombre del Comité de Política Monetaria, al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

Nota: El IPC es igual al IAPC en el caso del Reino Unido.

el Magyar Nemzeti Bank, el Narodowy Bank Polski y el Sveriges Riksbank, decidieron elevarlos. La mayor parte de los incrementos de los tipos de interés tenían por objeto garantizar el cumplimiento de los objetivos de inflación a medio plazo de los respectivos bancos centrales. Los bancos centrales de Hungría y Rumanía mantuvieron en 2010 los tipos de interés más altos (5,75% y 6,25%, respectivamente, a finales de año), debido al hecho de que registraron tasas de inflación y primas de riesgo más elevadas en comparación con otros países de este

grupo. En el caso de Rumanía, el elevado tipo de interés oficial reflejó también la intención del banco central de contrarrestar el riesgo de que se produjeran efectos de segunda vuelta derivados de perturbaciones por el lado de la oferta (incluidos el aumento del tipo del IVA en julio de 2010, así como la subida de los precios de la energía y los alimentos).

Por lo que respecta a las medidas de política monetaria no convencionales, a lo largo de 2010, el Bank of England mantuvo sus compras de

activos financiadas con la emisión de reservas del banco central, por una cuantía de 200 mm de libras esterlinas. La decisión obedeció al criterio del Comité de Política Monetaria del Bank of England, que consideró que la orientación de la política monetaria seguía siendo apropiada para alcanzar el objetivo de inflación a medio plazo y que los riesgos inflacionistas no habían cambiado suficientemente como para justificar un cambio de política. Las medidas no convencionales adoptadas por el Sveriges Riksbank (préstamos a tipo de interés fijo a las entidades de crédito a un plazo de doce meses) expiraron en 2010 y no se introdujeron nuevas medidas, dada la robusta recuperación de la economía y el repunte del crecimiento del crédito.



La nueva sede del BCE, diseñada por COOP HIMMELB(L)AU, se finalizará en 2013. El conjunto consta de tres elementos constructivos principales: una doble torre de oficinas, el antiguo Grossmarkthalle y el edificio de entrada.

CAPÍTULO 2

OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL

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

I.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y FACILIDADES PERMANENTES

Los instrumentos de política monetaria utilizados por el Eurosistema en 2010 comprenden operaciones de mercado abierto –como las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y las operaciones de ajuste–, las facilidades permanentes y las reservas mínimas obligatorias. El Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (PABG) y el Programa para los Mercados de Valores (PMV) se introdujeron como medidas no convencionales temporales destinadas a subsanar el mal funcionamiento en algunos segmentos de los mercados financieros en euros.

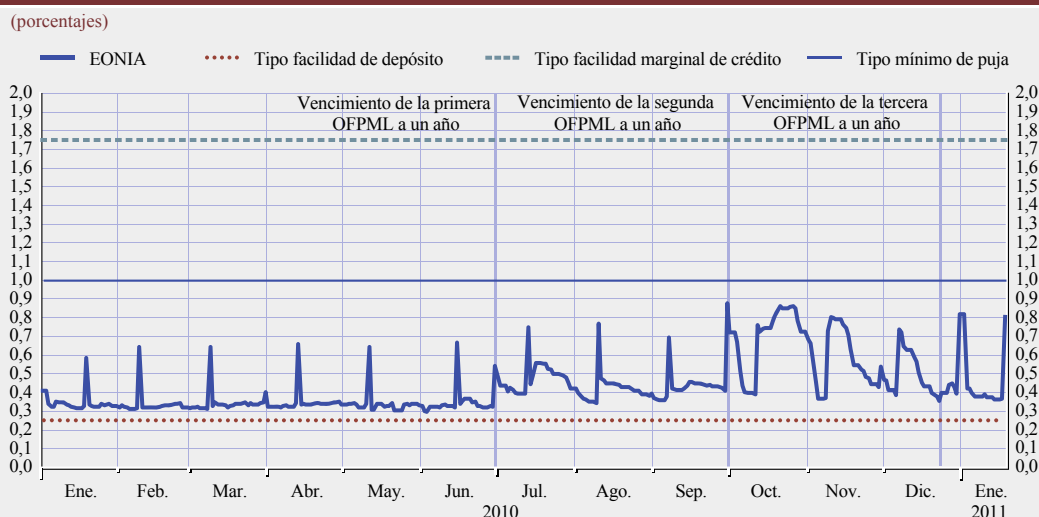
En 2010, el Consejo de Gobierno no modificó los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 43). El tipo de interés de las OPF, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y el tipo de interés de la facilidad de depósito permanecieron inalterados en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. La amplitud de la banda se mantuvo, por tanto, en 150 puntos básicos.

A principios de 2010, algunas de las medidas de política monetaria no convencionales

que se habían introducido en respuesta a la intensificación de la crisis financiera en 2008 se retiraron gradualmente. Ello supuso la suspensión de las OFPML a seis y doce meses y de las OFPML complementarias a tres meses, y la reintroducción de los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las OFPML regulares a tres meses, a partir de la operación que se adjudicó el 28 de abril de 2010. Mientras tanto, los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y adjudicación plena se siguieron utilizando en las OPF y en las operaciones de financiación a plazo especial (con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento). Además, a partir del 31 de enero de 2010 se suspendieron las operaciones de inyección de liquidez en divisas (en francos suizos y en dólares estadounidenses) realizadas por el BCE.

El 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno decidió adoptar varias medidas para hacer frente a las fuertes tensiones que se habían observado en las semanas anteriores en determinados segmentos del mercado financiero. Además de la decisión de utilizar nuevamente en todas las operaciones de financiación el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y de llevar a cabo una OFPML a seis meses con adjudicación

Gráfico 43 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA



Fuente: BCE.

plena el 12 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno anunció el Programa para los Mercados de Valores como nueva medida para hacer frente a las tensiones mencionadas. Con objeto de que la orientación de la política monetaria no se vea afectada por las intervenciones efectuadas en el contexto de este programa, la liquidez inyectada a través del programa queda absorbida mediante la captación semanal de depósitos a plazo fijo del sector bancario. Asimismo, en mayo de 2010, y en coordinación con otros bancos centrales, se reactivaron las líneas *swap* de carácter temporal con la Reserva Federal de Estados Unidos, que habían dejado de utilizarse a partir del 31 de enero de 2010, y el BCE reanudó sus operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses.

NECESIDADES DE LIQUIDEZ DEL SISTEMA BANCARIO

Cuando el Eurosistema inyecta liquidez mediante operaciones de mercado abierto, realiza habitualmente una valoración diaria de las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona euro en su conjunto. Dichas necesidades se calculan sumando las exigencias de reservas mínimas, el exceso de reservas y los factores autónomos. Los factores autónomos son aquellas partidas del balance del Eurosistema, como los billetes en circulación y los depósitos de las Administraciones Públicas, que influyen en los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito, pero sobre las que el Eurosistema no ejerce un control directo.

Sin embargo, en 2010, salvo la OFPML regular que se adjudicó el 28 de abril de 2010, todas las operaciones regulares de financiación del Eurosistema se realizaron mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena¹. Como consecuencia, el saldo vivo de las operaciones de financiación siguió estando determinado no por consideraciones de oferta del Eurosistema sino por la demanda de las entidades de contrapartida, reflejando así sus preferencias de liquidez. El nivel del saldo de las cuentas corrientes en exceso de las exigencias mínimas de reservas se situó en promedio en 2010 en 1,26 mm de euros,

por encima del nivel registrado en años anteriores (1,03 mm en 2009² y 1,07 mm en 2008).

En 2010, el sistema bancario de la zona del euro continuó tomando prestado un exceso de liquidez agregado y depositándolo de nuevo en el Eurosistema, pagando el tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación (OPF) y recibiendo el tipo de interés de la facilidad de depósito (lo que implica un diferencial de 75 puntos básicos). El recurso neto medio diario a la facilidad de depósito del Eurosistema –que puede considerarse una medida del exceso de liquidez agregado– aumentó desde casi 180 mm de euros en enero de 2010 hasta casi 300 mm de euros, en junio de 2010. Posteriormente, se redujo constante y significativamente hasta situarse justo por encima de 50 mm de euros en diciembre de 2010.

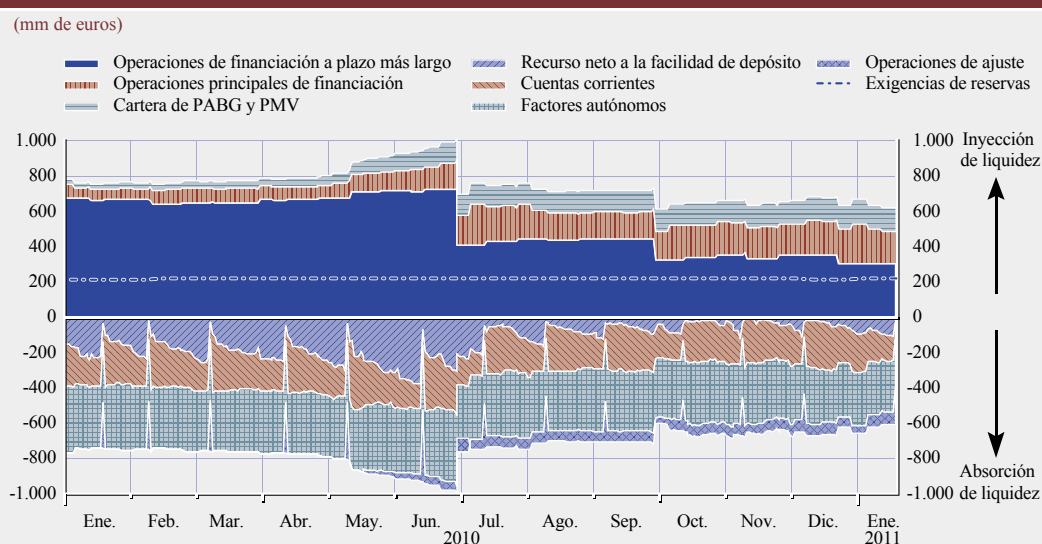
El descenso implícito del exceso de liquidez agregado en el segundo semestre de 2010 muestra que la reducción de la financiación viva total ocasionada por los vencimientos de las OFPML a un año –la primera en el 1 de julio (442,2 mm de euros), la segunda en el 30 de septiembre (75,2 mm de euros) y la tercera en el 23 de diciembre (96,9 mm de euros)– no se vio compensada por un incremento equivalente del saldo vivo de las operaciones de financiación a plazo más corto ejecutadas mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena (véase gráfico 44). Lo anterior puede interpretarse como evidencia de que la demanda de liquidez que realizaron al Eurosistema las entidades de contrapartida por motivos de precaución se atenuó a lo largo del año.

En 2010, las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro

1 La OFPML adjudicada el 28 de abril de 2010 se llevó a cabo con un tipo mínimo de puja del 1%. Esto constituyó una medida técnica y temporal para evitar tipos de adjudicación inferiores al tipo de interés fijo de las OPF en una situación de amplia liquidez. El importe indicativo de adjudicación para esta operación fue de 15 mm de euros; como se recibieron pujas únicamente por 4,845 mm de euros, el BCE cubrió plenamente todas las pujas. El tipo medio ponderado de esta OFPML fue el 1,15%.

2 Cifra que incorpora una ligera revisión respecto a la publicada en el Informe Anual del BCE de 2009.

Gráfico 44 Factores de liquidez en la zona del euro en 2010



se cifraron en 557 mm de euros, un 3,5% menos que en 2009. El motivo principal de esta reducción fue el descenso de los factores autónomos, en un 9%, hasta una media de 346 mm de euros. En promedio, las exigencias de reservas mínimas disminuyeron ligeramente en 2010, hasta situarse en 212 mm de euros, frente a 216 mm de euros en 2009 (véase gráfico 44).

SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

Las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener unas reservas mínimas en las cuentas corrientes en el Eurosistema. Como ha venido ocurriendo desde 1999, en 2010 dichas reservas eran iguales al 2% de la base de reservas de las entidades de crédito, y ascendían, en promedio, a 212 mm de euros, un 2% por debajo de la media de 2009. Dado que, para cualquier período de mantenimiento, el Eurosistema remunera las reservas mantenidas a un tipo de interés equivalente a la media de los tipos marginales de las OPF del período de mantenimiento (si estas se realizan mediante procedimientos de subasta a tipo de interés variable) o al tipo fijo de las OPF (en el caso de procedimientos de subasta a tipo de interés fijo), el sistema de reservas mínimas no supone un coste para el sector bancario. Al mismo tiempo, el sistema cumple dos

funciones importantes dentro del marco operativo para la aplicación de la política monetaria: en primer lugar, estabiliza los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, porque las exigencias de reservas se deben cumplir en promedio a lo largo de todo el período de mantenimiento, lo que permite a las entidades de crédito compensar las entradas y las salidas de liquidez temporales e imprevistas; en segundo lugar, amplía el déficit de liquidez del sistema bancario, es decir, la necesidad general de las entidades de crédito de financiarse recurriendo al Eurosistema, garantizando con ello, en condiciones de mercado normales, una demanda ininterrumpida y predecible de financiación al Eurosistema, lo que facilita el control de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario por parte del Eurosistema.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Actualmente, el Eurosistema utiliza las OPF, las OFPML, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de ajuste para gestionar la situación de liquidez del mercado monetario. Todas las operaciones de inyección de liquidez tienen que estar totalmente garantizadas. Las OPF son operaciones regulares con periodicidad semanal y, generalmente,

vencimiento a una semana. Constituyen el instrumento principal para señalar la orientación de la política monetaria del BCE. Las OFPML regulares son operaciones de inyección de liquidez mensuales con vencimiento a tres meses. La retirada gradual de las medidas no convencionales a comienzos de 2010 llevó a la suspensión de las OFPML complementarias con vencimiento a tres y seis meses. Sin embargo, se mantuvieron las operaciones de financiación a plazo especial, introducidas en septiembre de 2008, cuyo vencimiento se sincroniza con el período de mantenimiento respectivo. Las tres OFPML de inyección de liquidez con vencimiento a un año resueltas durante 2009 se liquidaron el 1 de julio, el 30 de septiembre y el 23 de diciembre de 2010. Cuatro operaciones de ajuste de provisión de liquidez se efectuaron el 1 de julio, el 30 de septiembre, el 11 de noviembre y el 23 de diciembre para suavizar el efecto en la liquidez derivado del vencimiento de las OFPML a seis meses y a un año.

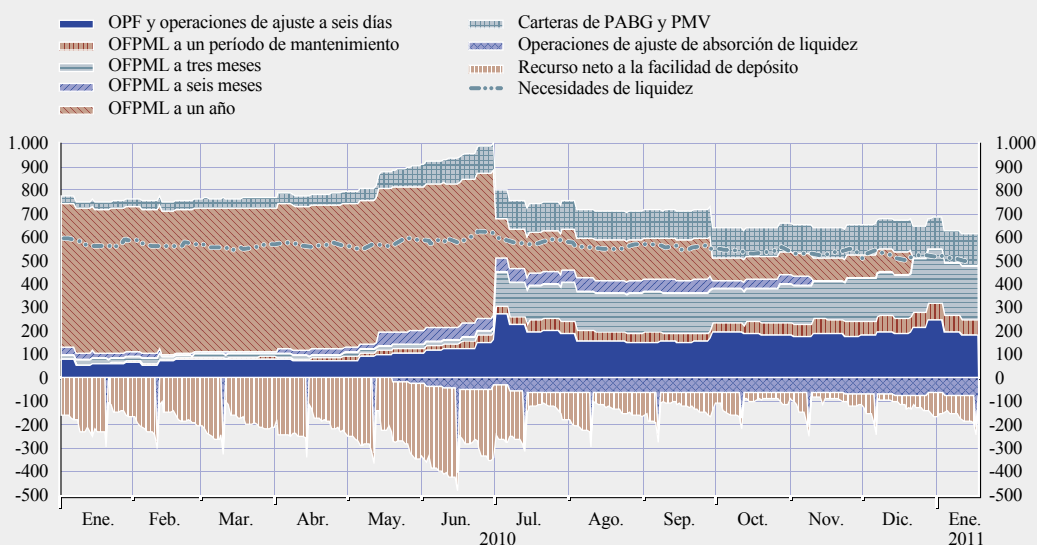
En 2010, las 52 OPF se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo en las que se cubrieron todas las pujas. El número de

entidades de contrapartida admisibles aumentó de 2.157 en 2009 a 2.267 en 2010. En promedio, el número de entidades de contrapartida que participaron en las OPF en 2010 ascendió a 115, en comparación con 401 en 2009. El volumen medio adjudicado en las OPF fue de 133,8 mm de euros (véase gráfico 45), frente a 149,8 mm de euros en 2009. La adjudicación media antes de que se liquidara la primera OFPML a un año (88,4 mm de euros) fue casi la mitad del volumen medio adjudicado durante el segundo semestre de 2010 (179,3 mm de euros). En la operación que se liquidó el 3 de marzo de 2010 se registró el número más bajo de entidades de contrapartida (65) participantes en una OPF, mientras que en la operación que se liquidó el 6 de enero se registró el volumen más bajo adjudicado en una OPF (54 mm de euros).

Durante el primer semestre del año, antes de que venciera la primera OFPML a un año, el saldo medio diario de liquidez adjudicado en las OFPML, en las OFPML complementarias y en las operaciones de financiación a plazo especial fue de 671 mm de euros. En el segundo semestre del año, antes del vencimiento de la segunda OFPML a un año el 30 de septiembre, el saldo

Gráfico 45 Saldo vivo de las operaciones de política monetaria

(mm de euros)



Fuente: BCE.

medio diario se redujo a 431 mm de euros, y posteriormente volvió a descender a 333 mm de euros durante el último trimestre del año (véase gráfico 45).

La participación en las operaciones de financiación a plazo especial (con vencimiento idéntico a la duración del período de mantenimiento de reservas) aumentó de manera significativa a lo largo del año, desde los 5,7 mm de euros adjudicados en enero hasta los 68 mm de euros adjudicados en diciembre, multiplicándose por ocho el aumento observado en la participación de las entidades de contrapartida (de 7 a 56). La participación en las OFPML regulares a tres meses fue bastante volátil en 2010, desde una adjudicación mínima de 2 mm de euros en marzo a una adjudicación máxima de 149 mm de euros en diciembre (una media de 45,1 mm de euros). Por último, en las dos operaciones a seis meses liquidadas el 1 de abril y el 13 de mayo, la participación de las entidades de contrapartida ascendió a un total de 18 mm de euros y de 36 mm de euros, respectivamente (véase gráfico 45).

Los bancos centrales del Eurosistema siguieron realizando compras simples de bonos garantizados denominados en euros como parte del Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados, que se inició el 6 de julio de 2009. El importe de 60 mm de euros que el PABG tenía previsto adquirir en los mercados primario y secundario a lo largo de los 12 meses de existencia del programa se alcanzó el 30 de junio de 2010. Junto con el Programa para los Mercados de Valores, en 2010 el Eurosistema inyectó 134,8 mm de euros a través de compras simples (véase gráfico 45).

El BCE puede realizar operaciones de ajuste ad hoc para inyectar y absorber liquidez, a fin de gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. La decisión del Consejo de Gobierno de ampliar, a partir del 6 de octubre de 2008, el acceso a las operaciones de ajuste a todas las entidades de contrapartida que puedan participar en las operaciones de

mercado abierto del Eurosistema llevadas a cabo mediante procedimientos de subasta estándar, y que cumplen además determinados criterios de selección especificados por los respectivos BCN, se mantuvo en vigor en 2010.

Para reabsorber la liquidez inyectada con el Programa para los Mercados de Valores, el BCE llevó a cabo operaciones de ajuste de absorción de liquidez para captar depósitos a plazo fijo a una semana por un importe semanal igual al importe liquidado del propio programa. Estas operaciones de ajuste se realizaron mediante procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. Además, el último día de los períodos de mantenimiento, el BCE ejecutó operaciones regulares de ajuste para contrarrestar los desequilibrios de liquidez observados. Se llevaron a cabo doce operaciones de absorción de liquidez a un día mediante procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo de puja máximo igual al tipo de interés fijo de las OPF. En promedio, en estas operaciones participaron 171 entidades de contrapartida y se absorbieron 232 mm de euros (véase gráfico 45).

FACILIDADES PERMANENTES

Las entidades de contrapartida pueden utilizar, a iniciativa propia, las dos facilidades permanentes para obtener liquidez a un día, previa presentación de activos de garantía, o para realizar depósitos a un día en el Eurosistema. Al final de 2010, el número de entidades de contrapartida que tenían acceso a la facilidad marginal de crédito era de 2.395, mientras que 2.789 podían acceder a la facilidad de depósito.

Los tipos de interés aplicados a estas facilidades constituyen, en principio, dos límites, superior e inferior, para el tipo de interés a un día y, por lo tanto, cumplen una importante función en la aplicación de la política monetaria. La banda delimitada por los tipos de interés de las dos facilidades permanentes, cuya amplitud fue de 150 puntos básicos, continuó siendo simétrica en torno al tipo de las OPF, que se mantuvo

sin cambios en el 1%. Esta medida se había adoptado para lograr que el tipo de la facilidad de depósito siguiera situándose por encima de cero, y que, por lo tanto, se mantuviera el incentivo a negociar en el mercado de operaciones a un día sin garantías.

La utilización de la facilidad de depósito se mantuvo en elevados niveles, sobre todo en el segundo trimestre de 2010, cuando se alcanzó un nuevo récord de 384,3 mm de euro (el 11 de junio). El recurso medio diario a la facilidad de depósito fue de 145,9 mm de euros (frente a 208,5 mm de euros en el período comprendido entre el 9 de octubre y el 31 de diciembre de 2008 y a 109 mm de euros en 2009). Sin embargo, el recurso a la facilidad de depósitos disminuyó de manera constante y significativa durante el segundo semestre del año. En 2010, el recurso a la facilidad de depósito siguió un patrón prácticamente similar en cada uno de los períodos de mantenimiento de reservas: al inicio de cada período se recurría a la facilidad de depósito por importes más reducidos, que se incrementaban posteriormente a medida que un mayor número de entidades de contrapartida cumplían sus exigencias de reservas.

El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito fue de 0,62 mm de euros (frente a 1 mm de euros en 2009). Este nuevo descenso podría confirmar una reducción de la incertidumbre acerca de las necesidades de liquidez de las distintas entidades de crédito, una mejora del funcionamiento del mercado de operaciones interbancarias a un día sin garantías y, este año en particular, las cuantiosas adjudicaciones en las operaciones de financiación.

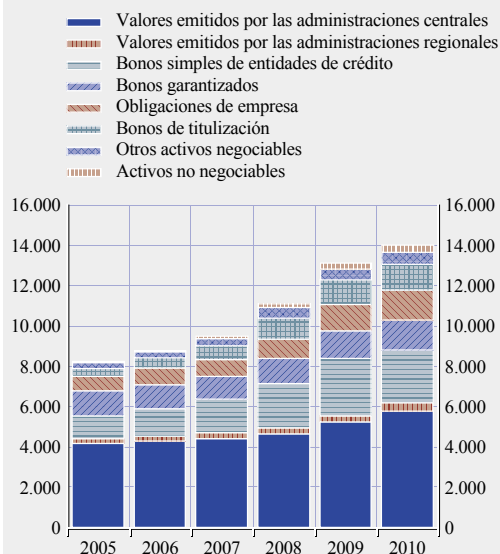
ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Como exigen los Estatutos del SEBC, y en consonancia con las prácticas que siguen los bancos centrales en todo el mundo, todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de estar respaldadas por garantías adecuadas. Tal adecuación implica que, en primer lugar, el Eurosistema queda protegido, en gran medida, de incurrir en pérdidas en sus operaciones de

crédito y, en segundo lugar, que deben existir suficientes activos de garantía disponibles para un extenso grupo de entidades de contrapartida, de modo que el Eurosistema pueda proporcionarles el volumen de liquidez que considere necesario a través de sus operaciones de política monetaria y como crédito intradía en sus operaciones de sistemas de pago. Para facilitar la consecución de estos objetivos, el Eurosistema admite una amplia gama de activos como garantía en todas sus operaciones de crédito. Esta característica del sistema de activos de garantía del Eurosistema, sumado al hecho de que numerosas entidades de contrapartida tienen acceso a las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, ha sido fundamental para la aplicación de la política monetaria en tiempos de crisis. La flexibilidad intrínseca de su marco operativo ha permitido al Eurosistema proporcionar la liquidez necesaria para hacer frente al deficiente funcionamiento del mercado monetario sin verse limitado por restricciones generalizadas relacionadas con los activos de garantía durante la crisis financiera. Las medidas temporales adoptadas para ampliar la lista de activos de garantía admitidos que se

Gráfico 46 Activos de garantía admitidos, por tipo de activo

(mm de euros; medias anuales)



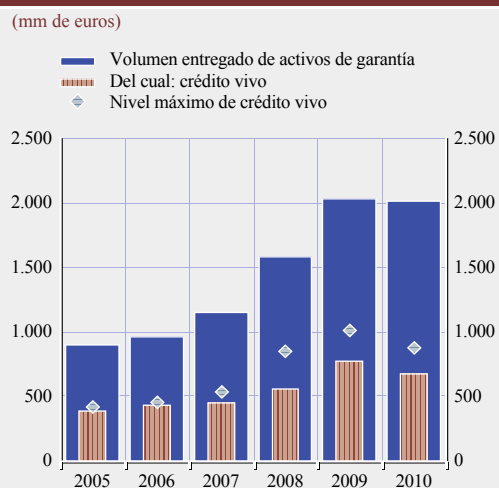
Fuente: BCE.

introdujeron a finales de 2008 se mantuvieron hasta el final de 2010.

En 2010, el volumen medio de los activos de garantía ascendió a 14 billones de euros, lo que supone un aumento del 7%, en comparación con 2009 (véase gráfico 46). La deuda de las Administraciones Públicas, cifrada en 5,8 billones de euros, representaba el 41% del total, mientras que el resto de los activos negociables correspondía a bonos simples de entidades de crédito (2,7 billones de euros, es decir, un 19%), bonos garantizados (covered bonds) emitidos por entidades de crédito (1,5 billones de euros, equivalentes a un 11%), obligaciones de empresa (1,5 billones de euros, o un 11%), bonos de titulización (ABS) (1,3 billones de euros, esto es, un 9%) y otros tipos de bonos, como los emitidos por organizaciones supranacionales (0,6 billones de euros, o un 4%). El importe total de activos negociables que se ha permitido que sean admitidos como consecuencia de las medidas temporales introducidas en 2008 se situó en 1,3 billones de euros a finales de 2010. La lista de activos de garantía incluye también activos no negociables, principalmente créditos (denominados, asimismo, préstamos bancarios). Contrariamente a los activos negociables, no es posible evaluar qué créditos son admisibles en tanto en que no estén registrados en el Eurosistema, por lo que el volumen de activos no negociables que podrían ser aceptados no puede calcularse con facilidad. Teniendo presente esta cautela, el importe de activos no negociables entregados por las entidades de contrapartida como garantía de las operaciones de crédito del Eurosistema ascendió a 0,4 billones de euros en 2010, lo que representa un 3% del total de activos de garantía admitidos por el Eurosistema. El menor umbral de calidad crediticia establecido temporalmente para ampliar la lista de activos de garantía admitidos se aplicó también a los activos no negociables.

El valor medio de los activos negociables y no negociables entregados por las entidades de contrapartida como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema se redujo

Gráfico 47 Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y crédito vivo de las operaciones de política monetaria¹⁾



Fuente: BCE.

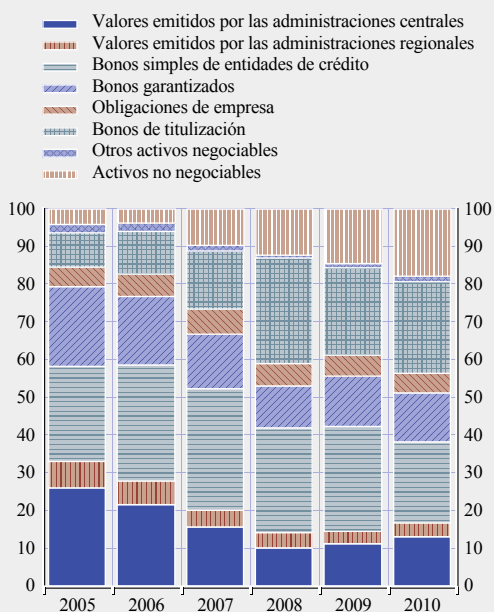
1) El volumen entregado se refiere a los activos depositados como garantía en los países que utilizan un sistema de fondo común y a los activos utilizados como garantía en los países con un sistema de identificación individual.

ligeramente, de 2.034 mm de euros en 2009 a 2.010 mm de euros 2010. Este descenso se debió principalmente al hecho de que las entidades de contrapartida tuvieron, en promedio, menores necesidades de liquidez durante 2010. No obstante, pese a esta menor necesidad de fondos, las entidades de contrapartida mantuvieron en el Eurosistema, en términos agregados, un volumen adicional de activos de garantía similar al que aportaron en respuesta a las turbulencias observadas en los mercados financieros (véase gráfico 47). La proporción de activos de garantía entregados que no se utiliza para cubrir créditos relacionados con operaciones de política monetaria aumentó, por tanto, hasta alcanzar niveles significativamente más altos que en años anteriores, lo que sugiere que, en términos agregados, la insuficiencia de activos de garantía no ha representado una limitación sistémica para las entidades de crédito del Eurosistema.

Por lo que respecta a la composición de los activos entregados como garantía (véase gráfico 48), la proporción de bonos de titulización se incrementó ligeramente, del 23% en 2009 al 24% en 2010, pasando a ser el tipo de

Gráfico 48 Detalle de los activos utilizados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo

(porcentaje; medias anuales)



Fuente: BCE.

activos más utilizado como activo de garantía en el Eurosistema, mientras que el importe total presentado se mantuvo estable. Los bonos simples de entidades de crédito siguieron disminuyendo, hasta el 21% de los activos de garantía entregados en 2010. Los activos no negociables adquirieron más importancia, y su proporción se incrementó del 14% en 2009 al 18% en 2010. Además, a causa también de la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro, la proporción de valores de las administraciones centrales siguió aumentando y pasó del 11% en 2009 al 13% en 2010. Los tipos de activos que fueron temporalmente admitidos hasta el final del 2010 constituían en torno al 1% del total de activos de garantía negociables presentados a finales de 2010.

GESTIÓN DE RIESGOS

Para reducir el riesgo de impago de una entidad de contrapartida al que puede estar sometido en sus operaciones de crédito, el Eurosistema exige a las entidades de contrapartida la presentación de activos de garantía adecuados. Sin embargo,

en caso de impago, el Eurosistema sigue estando expuesto a distintos riesgos financieros, como los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez. Además, el Eurosistema está expuesto al riesgo de tipo de cambio, en el contexto de las operaciones de inyección de liquidez en divisas contra la entrega de activos de garantía denominados en euros, siempre que se lleven a cabo. A fin de reducir estos riesgos a niveles aceptables, el Eurosistema exige activos de garantía de elevada calidad crediticia, los valora diariamente y aplica medidas de control de riesgos apropiadas. La creación del nuevo Comité de Gestión de Riesgos ha contribuido a la mejora del sistema de gestión de riesgos del Eurosistema (véanse también las secciones 1.5 y 1.6 del capítulo 10).

Por razones de prudencia, el Eurosistema ha establecido una provisión como protección frente a posibles pérdidas derivadas de la realización de los activos de garantía aportados por entidades de contrapartida que incumplan sus obligaciones de pago. El nivel de la provisión se revisa anualmente, en espera de la venta final de los activos de garantía y habida cuenta de las perspectivas de recuperación. De forma más general, los riesgos financieros derivados de las operaciones de crédito se cuantifican y se comunican periódicamente a los órganos rectores del BCE.

En 2010, el BCE realizó diversos ajustes en sus criterios de selección y en las medidas de control de riesgos. El Consejo de Gobierno decidió mantener el umbral mínimo de calidad crediticia de los activos negociables y no negociables del sistema de activos de garantía del Eurosistema en el nivel de grado de inversión (es decir, BBB-/Baa3) más allá del final de 2010, excepto en el caso de los bonos de titulización de activos (ABS). Como consecuencia de esta decisión, el BCE anunció el 8 de abril de 2010 y publicó el 28 de julio de 2010 un nuevo sistema que escalona debidamente los recortes de valoración en función de los diferentes plazos de vencimiento, categorías de liquidez y calidad crediticia de los activos en cuestión, sobre la base de una valoración actualizada de las características de riesgo de los activos de garantía admitidos

y de la utilización efectiva de estos activos por las entidades de contrapartida. Además, se introdujeron algunos cambios en la definición de categorías de liquidez para los activos negociables y en la aplicación de rebajas adicionales de valoración para activos valorados teóricamente. El nuevo sistema entró en vigor el 1 de enero de 2011.

El 3 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno decidió suspender, hasta nuevo aviso, en lo que respecta a los criterios de admisión de activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema, la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia en el caso de los instrumentos de renta fija negociable emitidos o garantizados por el Gobierno griego. Esta decisión fue, también desde una perspectiva de gestión de riesgos, consecuencia de la evaluación favorable, efectuada por el Consejo de Gobierno, del programa de ajuste económico y financiero negociado con la Comisión Europea en coordinación con el BCE y el FMI, y aprobado por el Gobierno griego, así como del firme compromiso del Gobierno griego de aplicar plenamente el programa.

El 9 de octubre de 2010, el Consejo de Gobierno decidió introducir algunos ajustes adicionales en el marco de aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Estas modificaciones incluyen disposiciones más claras y rigurosas sobre la admisión de bonos de titulización de activos, la introducción de exenciones adicionales a la prohibición de mantener vínculos estrechos, la mejora de la formulación de las disposiciones relativas a la suspensión, la limitación o la exclusión de entidades de contrapartida y de activos por motivos de prudencia o en casos de incumplimiento, y aclaraciones sobre el tratamiento de los casos en que una entidad de contrapartida no puede aportar activos de garantía suficientes para respaldar una operación de inyección de liquidez.

Con vistas a incrementar la transparencia en relación con los bonos de titulización de activos, que permita, así, efectuar una valoración más informada de los riesgos de estos activos y contribuya a restablecer la confianza en

los mercados de titulización, el Consejo de Gobierno decidió el 16 de diciembre de 2010 establecer requisitos en relación con la remisión de información individualizada sobre los préstamos que respaldan a los bonos de titulización de activos en el sistema de activos de garantía del Eurosistema. El Consejo de Gobierno tiene intención de introducir estos requisitos en, aproximadamente, los 18 meses siguientes a esa fecha, primero para los valores con garantía hipotecaria emitidos al por menor y, posteriormente, de manera gradual para otros bonos de titulización de activos.

Una vez establecida la infraestructura de gestión de datos necesaria para procesar, verificar y transmitir los mismos, la aportación de información individualizada sobre los préstamos pasará a ser un requisito de admisión de los instrumentos afectados. El Eurosistema continuará aceptando valores que no cumplan los nuevos criterios de información hasta que la obligación de presentar información detallada de los préstamos entre en vigor.

1.2 OPERACIONES EN DIVISAS Y OPERACIONES CON OTROS BANCOS CENTRALES

En 2010, el Eurosistema no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II). El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar por cuenta del BCE operaciones con derechos especiales de giro (DEG) con otros titulares de DEG, se activó únicamente en una ocasión en 2010.

El acuerdo de divisas recíproco (línea *swap*) que el BCE suscribió con la Reserva Federal de Estados Unidos en 2007 para hacer frente a los problemas observados en los mercados de financiación en dólares expiró el 1 de febrero de 2010. En relación con la operación de financiación a plazo en dólares (Term Auction Facility – TAF) de la Reserva Federal, y en estrecha cooperación con otros bancos centrales, el Eurosistema facilitó

a sus entidades de contrapartida la financiación en dólares estadounidenses recibida a través de esta línea *swap*, previa presentación de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. En enero de 2010, el Eurosistema ejecutó cuatro operaciones con vencimiento a siete días mediante procedimientos de subasta a tipo fijo con adjudicación plena. La decisión de dejar que expirara la línea *swap* se adoptó a causa de la mejora observada en 2009 en la situación de los mercados financieros. No obstante, el 10 de mayo se reactivó la línea *swap* temporal como parte de un paquete de medidas destinado a hacer frente a las graves tensiones que volvieron a reaparecer en algunos segmentos del mercado en relación con la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro. En concreto, la reactivación tuvo por objeto ayudar a aliviar las tensiones en los mercados de financiación en dólares estadounidenses y evitar la propagación de las tensiones a otros mercados. Estas operaciones adoptaron la forma de cesiones temporales y se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Entre mayo de 2010 y el 25 de febrero de 2011, el Eurosistema ha realizado 32 operaciones a siete días, así como una operación a 14 días el 22 de diciembre y otra operación a 84 días el 18 de mayo.

El Eurosistema continuó proporcionando liquidez en francos suizos a sus entidades de contrapartida a través de cuatro operaciones de *swap* con vencimiento a siete días que tuvieron lugar en enero de 2010. Estas operaciones adoptaron la forma de *swaps* de divisas euro/franco suizo a un precio fijo y por un importe máximo de adjudicación, determinado por el BCE en coordinación con el Banco Nacional de Suiza. El 18 de enero de 2010, el BCE anunció que el Consejo de Gobierno había decidido, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, dejar de efectuar operaciones *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos a partir del 31 de enero de 2010, en un contexto de reducción de la demanda y de mejora de las condiciones en los mercados de financiación.

El BCE y el Bank of England anunciaron el 17 de diciembre de 2010 que habían suscrito, dentro del marco de cooperación de los bancos centrales, un acuerdo de carácter temporal de provisión de liquidez (línea *swap*), en virtud del cual el Bank of England podría proporcionar, si fuera necesario, hasta 10 mm de libras esterlinas al BCE a cambio de euros. El acuerdo, que expira a finales de septiembre de 2011, permite poner libras esterlinas a disposición del Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, como medida de precaución, a fin de cubrir eventuales necesidades temporales de liquidez del sistema bancario en esa divisa. Esta línea *swap* no fue utilizada en 2010.

El 31 de diciembre de 2010, se liquidó una operación de cesión temporal con fines de inyección de liquidez, con vencimiento a tres días, por importe de 1,8 mm de euros. Esta operación la llevó a cabo el BCE en conexión con los acuerdos de liquidez suscritos con bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro.

1.3 PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES

El Consejo de Gobierno decidió en mayo de 2010 establecer el Programa para los Mercados de Valores. El objetivo de este programa temporal, que aún está en marcha, es abordar el mal funcionamiento de determinados segmentos del mercado de valores de la zona del euro y garantizar la existencia de un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. En la práctica, el programa lo están llevando a cabo los gestores de cartera del Eurosistema, que realizan intervenciones en el mercado comprando determinados valores de renta fija. El 31 de diciembre de 2010, el Eurosistema había comprado valores en el contexto de este programa por un importe total liquidado próximo a 73,5 mm de euros³.

3 Para más información sobre el Programa para los Mercados de Valores véanse la nota de prensa de 10 de mayo de 2010, la Decisión del BCE, de 14 de mayo de 2010, por la que se crea el Programa para los Mercados de Valores y los datos publicados como parte del estado financiero semanal del Eurosistema.

A fin de reabsorber la liquidez inyectada mediante el Programa para los Mercados de Valores, el BCE efectuó operaciones de ajuste de absorción de liquidez para captar depósitos a plazo fijo de una semana, por un importe semanal correspondiente al valor liquidado del Programa de los Mercados de Valores (véase la anterior sección de este capítulo: «operaciones de mercado abierto»).

I.4 PROGRAMA DE ADQUISICIONES DE BONOS GARANTIZADOS

A finales de junio, se dieron por concluidas las adquisiciones efectuadas en el contexto de otro programa, el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados. El Eurosistema compró un importe nominal de 60 mm de euros a lo largo de un período de un año, desde la puesta en marcha del programa el 6 de julio de 2009 hasta el 30 de junio de 2010. El objetivo de este programa, que era uno de los elementos fundamentales del enfoque del BCE de apoyo al crédito, fue contribuir a la reactivación del mercado de bonos garantizados. Una de las principales muestras de éxito de este programa se encuentra en la notoria reactivación de la actividad en el mercado primario de bonos garantizados. Entre el anuncio del Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados y su conclusión, se registraron 175 nuevas emisiones de bonos garantizados admisibles en el contexto del programa y la reapertura de 55 emisiones admisibles existentes por un importe total cercano a los 184 mm de euros⁴. Desde marzo de 2010, los valores mantenidos en virtud de este programa se pusieron a disposición de las entidades de contrapartida admitidas que los quisieran tomar prestados, a cambio de activos de garantía admitidos. Si bien esta actividad fue limitada en términos de importe, se consideró de utilidad para el buen funcionamiento del mercado que los valores mantenidos en la cartera adquirida en el contexto del programa pudieran estar disponibles, en principio, para estas operaciones de préstamo.

I.5 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

Las actividades de inversión del BCE distintas de las relacionadas con el Programa para los Mercados de Valores y con el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (véase más arriba) están organizadas de tal manera que quede garantizado que ningún dato de carácter confidencial relativo a las políticas del banco central puede utilizarse a la hora de adoptar decisiones de inversión. Un conjunto de reglas y procedimientos, conocido como «muralla china», garantiza que la información confidencial sobre las políticas monetaria y cambiaria del BCE y de otros bancos centrales no llegue al personal de la División de Inversiones del BCE o a los empleados de los BCN que intervienen en actividades de inversión. En caso de que esta información confidencial llegara a los empleados, queriendo o sin querer, las actividades de inversión del BCE podrían suspenderse total o parcialmente, lo que significa que no se permitiría modificar la composición de las carteras de inversión de la institución con respecto a sus respectivas carteras de referencia.

GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE se constituyó originalmente mediante transferencias de activos exteriores de reserva de los BCN de la zona del euro. Con el tiempo, la composición de la cartera refleja las variaciones del valor de mercado de los activos en que el BCE ha invertido, así como las operaciones en divisas y en oro que ha realizado. El objetivo principal de las reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando se necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus

⁴ Para más información sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados, véanse los informes publicados entre agosto de 2009 y junio de 2010, el recuadro titulado “La evolución del mercado de bonos garantizados y el programa de adquisiciones de bonos”, *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010, y “The impact of the Eurosystem’s covered bond purchase programme on the primary and secondary markets”, *Occasional Paper Series* n.º 122, BCE, enero de 2011.

operaciones en divisas con monedas distintas de las de la UE. La gestión de las reservas exteriores del BCE persigue, por orden de importancia, los objetivos de liquidez, seguridad y rentabilidad.

La cartera de reservas exteriores del BCE está compuesta por dólares estadounidenses, yenes japoneses, oro y DEG. Las reservas en dólares estadounidenses y en yenes las gestionan activamente el propio BCE y los BCN de la zona de euro que desean participar en esta actividad en calidad de agentes del BCE. Desde enero del 2006, ha estado funcionando un «modelo de especialización en monedas» para aumentar la eficiencia de las operaciones de inversión del Eurosistema. En el marco de este modelo, se asigna normalmente a cada BCN que desea participar en la gestión de las reservas del BCE, o grupo de BCN que actúan conjuntamente para este fin, una participación en la cartera de dólares estadounidenses o en la de yenes japoneses⁵. El Eesti Pank expresó interés en participar en las actividades de gestión de los activos exteriores de reserva del BCE y creó un fondo común junto con el Suomen Pankki – Finlands Bank para desarrollar estas actividades simultáneamente, de modo que los dos BCN gestionen conjuntamente, por cuenta del BCE, una parte de la cartera en yenes japoneses de la institución.

El valor de los activos exteriores de reserva netos del BCE⁶ a los tipos de cambio y precios corrientes de mercado aumentó desde 51 mm de euros al final de 2009 hasta 60,6 mm de euros al final de 2010, de los que 43,2 mm de euros eran en divisas (yenes japoneses y dólares estadounidenses) y 17,4 mm de euros en oro y DEG. Con los tipos de cambio vigentes al final de 2010, los activos denominados en dólares estadounidenses representaban el 76% de las reservas de divisas, mientras que los denominados en yenes japoneses constituían el 24%. El aumento del 13% en el valor en euros de la cartera de divisas fue resultado, en gran medida, de la apreciación durante el año del yen japonés (un 22,6%) y del dólar estadounidense (un 7,8%) frente al euro, así como de las

positivas contribuciones de las plusvalías y de los ingresos por intereses generados por las actividades de gestión de carteras. El valor del oro y de los DEG se incrementó en torno a un 37%. Este aumento fue reflejo, principalmente, de la apreciación del oro que se produjo en 2010 y que fue aproximadamente del 38%, en términos de euros. Durante 2010, las tenencias de oro del BCE no experimentaron variación, pero se incrementaron a principios de 2011 cuando el Eesti Pank transfirió oro al BCE como parte de su transferencia de activos exteriores de reserva al BCE.

En 2010, la lista de instrumentos admitidos en los que se pueden invertir los fondos de la cartera de reservas exteriores del BCE no se modificó. En octubre, se inició un programa automático de préstamo de valores para los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses en la parte de la cartera gestionada por el Deutsche Bundesbank en nombre del BCE.

GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La cartera de recursos propios del BCE comprende la parte desembolsada del capital suscrito de la institución, así como las cantidades mantenidas en su fondo de reserva general y su provisión para cubrir los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. Esta cartera tiene por objeto proporcionar al BCE los ingresos necesarios para ayudarle a hacer frente a sus gastos de explotación. El objetivo que se persigue con su gestión es maximizar el rendimiento esperado, condicionado a que no se produzcan pérdidas a un determinado nivel de confianza. Los fondos que componen esta cartera se invierten en activos de renta fija denominados en euros.

5 Para más detalles, véase el artículo titulado «Gestión de carteras del BCE», *Boletín Mensual*, abril de 2006.

6 Los activos exteriores de reserva netos se calculan como la suma de los activos de reserva oficiales, excluido el valor neto a precio de mercado de los *swaps* de divisas, más los depósitos en moneda extranjera frente a residentes, menos las reducciones netas previstas en las tenencias de moneda extranjera debidas a cesiones temporales y a operaciones a plazo, en las tenencias en moneda extranjera. Para una información más detallada sobre las fuentes de datos, véase el sitio web del BCE.

El valor de la cartera a precios corrientes de mercado se incrementó desde los 11,8 mm de euros al final de 2009 hasta los 13,3 mm de euros al final de 2010. El incremento del valor de mercado obedeció al aumento del capital desembolsado del BCE efectivo a 29 de diciembre de 2010, así como al rendimiento de las inversiones.

En 2010, la lista de instrumentos admitidos en los que se pueden invertir los fondos de la cartera de recursos propios del BCE no se modificó.

Para respetar la estricta muralla china existente en el BCE, la puesta en marcha del Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados y del Programa para los Mercados de Valores llevó a una paralización parcial de las actividades de inversión relacionadas con la cartera de recursos propios del BCE en 2010.

GESTIÓN DE RIESGOS

Los riesgos financieros a los que el BCE está expuesto en sus actividades de inversión son objeto de una medición y un seguimiento estrechos, a fin de mantenerlos dentro de los límites establecidos por los órganos rectores del BCE. A tal efecto, se aplica un detallado sistema de límites, cuyo cumplimiento se vigila diariamente. La presentación de información de forma periódica garantiza que todos los interesados reciban la información adecuada respecto al nivel de dichos riesgos.

En 2010, el BCE siguió mejorando las infraestructuras informáticas que respaldan el sistema de gestión de riesgos de sus operaciones de inversión. Este sistema, que se había ampliado con el fin de incluir las compras llevadas a cabo por el BCE en el marco del Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados, también da cobertura ahora a las compras hechas en el Programa para los Mercados de Valores.

Uno de los indicadores que se emplean para el seguimiento del riesgo de mercado es el valor en riesgo (VaR), que define la pérdida de una cartera de activos que, con una probabilidad dada, no se sobrepasará al final de un período

concreto. El valor de este indicador depende de una serie de parámetros que se utilizan para calcularlo, en particular el nivel de confianza, el horizonte temporal y la muestra elegida para estimar la volatilidad del precio de los activos. Por ejemplo, si se calculara este indicador para la cartera de inversiones del BCE, la cartera del Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados y la cartera del Programa para los Mercados de Valores, a 31 de diciembre de 2010, utilizando como parámetros un nivel de confianza del 95%, un horizonte temporal de un año y una muestra de un año para la volatilidad del precio de los activos, se obtendría un VaR de 10,867 mm de euros. Si se calculase el mismo indicador utilizando una muestra de cinco años en vez de una de un año, el VaR obtenido sería 10,427 mm de euros. La mayor parte de este riesgo de mercado tiene su origen en los riesgos de tipo de cambio y de precio del oro. Los bajos niveles que registran el riesgo de tipo de interés se debe al hecho de que la duración modificada de estas carteras siguió siendo relativamente reducida en 2010.

El nivel general de riesgos que tiene que afrontar el BCE ha aumentado debido a la mayor volatilidad de los tipos de cambio, de los tipos de interés y del precio del oro, así como al mayor riesgo de crédito. Este fue uno de los motivos principales por los que el BCE decidió incrementar su capital suscrito en 5 mm de euros, con efectos a partir del 29 de diciembre de 2010. Como el importe máximo de las provisiones y reservas del BCE es equivalente al nivel del capital desembolsado, esta decisión permitirá al Consejo de Gobierno aumentar la provisión por el importe equivalente al incremento de capital, reforzando, así, las reservas financieras del BCE.

2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene la función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores son infraestructuras básicas necesarias para el adecuado funcionamiento de las economías de mercado e indispensables para un intercambio eficiente de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros. Su buen funcionamiento es clave para la ejecución de una política monetaria por los bancos centrales y para mantener la estabilidad y la confianza en la moneda, en el sistema financiero y en la economía en general. El Eurosistema lleva a cabo esta misión de tres formas diferentes: desarrollando funciones operativas, realizando actividades de vigilancia y actuando como catalizador (para más detalles sobre la segunda y la tercera de estas tareas, véanse las secciones 3 y 4 del capítulo 4).

Por lo que se refiere a la función operativa, de conformidad con los Estatutos del SEBC, el Eurosistema puede prestar servicios destinados a garantizar unos sistemas de pago y compensación sólidos y eficientes. A estos efectos, el Eurosistema opera el sistema TARGET2 y el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC). Asimismo, el Eurosistema está estableciendo TARGET2-Securities (T2S) y desarrollando un nuevo sistema de gestión de los activos de garantía por los bancos centrales (CCBM2).

2.1 EL SISTEMA TARGET2

El Eurosistema gestiona el sistema TARGET2 para las operaciones de grandes pagos y de carácter urgente en euros. TARGET2 desempeña un papel importante en la ejecución de la política monetaria única y en el funcionamiento del mercado monetario del euro. El sistema ofrece liquidación en tiempo real en dinero de banco central cubriendo diversos mercados. Además de procesar operaciones de grandes pagos y de carácter urgente sin límite máximo o mínimo de importe, TARGET2 ha atraído otros tipos de pagos.

El sistema se basa en una infraestructura técnica común, la plataforma compartida única. Tres bancos centrales del Eurosistema (la Banca d'Italia, la Banque de France y el Deutsche Bundesbank) proporcionan y operan conjuntamente la plataforma compartida única en nombre del Eurosistema.

En diciembre de 2010, 928 participantes directos mantenían una cuenta en TARGET2. El número de entidades de crédito (incluidas sus filiales y sucursales) a las que puede accederse en todo el mundo a través de TARGET2 se mantuvo estable en torno a 52.000. Por otra parte, TARGET2 liquidó las posiciones de efectivo de 67 sistemas vinculados.

OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET2

El sistema TARGET2 funcionó con fluidez en 2010 y procesó un elevado número de pagos en euros. Aumentó ligeramente la cuota de mercado del sistema, que procesó el 91% del valor total de las operaciones de los sistemas de grandes pagos en euros. En 2010, el sistema procesó un total de 88.591.926 operaciones, con una media diaria de 343.380. El importe total de las operaciones procesadas por TARGET2 en 2010 fue de 593.194 mm de euros, con una media diaria de 2.229 mm de euros. En comparación con el año anterior, el número total de operaciones procesadas por TARGET2 en 2010 experimentó escasos cambios, registrando solo un ligero aumento del 0,1%, y el importe total de las operaciones se incrementó un 7,6%. El cuadro 12 recoge los flujos de pagos de TARGET2 en 2010, comparándolos con los del año anterior.

En 2010, la disponibilidad general⁷ de TARGET2 alcanzó el 99,68% y solo se vio afectada por incidencias relacionadas con los sistemas nacionales de gestión de cuentas locales⁸, mientras que la plataforma compartida única alcanzó una disponibilidad del 100%.

7 El nivel de disponibilidad es la medida en que los participantes pueden utilizar TARGET2 sin incidencias durante el horario de funcionamiento.

8 Los sistemas nacionales de gestión de cuentas locales, en los que algunas operaciones de pago todavía pueden liquidarse hasta mayo de 2012, son operados por algunos bancos centrales nacionales.

Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET2¹⁾

Importe (mm de euros)	2009	2010	Variación (%)
Pagos totales en TARGET2			
Total	551.174	593.194	7,6
Media diaria	2.153	2.299	6,8
Número de operaciones			
Pagos totales en TARGET2			
Total	88.517.321	88.591.926	0,1
Media diaria	345.771	343.380	-0,7

Fuente: BCE.
1) Los días operativos fueron 256 en 2009 y 258 en 2010.

El 100% de los pagos que se liquidaron en la plataforma compartida única se procesaron en menos de cinco minutos. Los participantes se mostraron muy satisfechos con el buen funcionamiento del sistema, que ha ido mejorando constantemente desde la migración a TARGET2.

COOPERACIÓN CON LOS USUARIOS DE TARGET2

El Eurosistema mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET2. En 2010 se celebraron reuniones periódicas entre los BCN y los grupos nacionales de usuarios de TARGET2. Asimismo, tuvieron lugar reuniones trimestrales conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2 del Eurosistema y del Grupo de Trabajo de TARGET de las asociaciones europeas del sector bancario, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa de TARGET2 a escala paneuropea. Los aspectos estratégicos se abordaron en el Grupo de Contacto sobre la Estrategia de Pagos en Euros, un foro integrado por representantes de alto nivel de las entidades de crédito y de los bancos centrales.

GESTIÓN DE LAS NUEVAS VERSIONES DEL SISTEMA

Para el Eurosistema es de la mayor importancia seguir desarrollando TARGET2 para mejorar todavía más el nivel de servicio ofrecido y responder a las necesidades de los participantes. En octubre de 2010, el Eurosistema llevó a

cabo una consulta entre los usuarios sobre una posible estrategia encaminada a elevar el grado de cumplimiento de los estándares ISO 20022 por parte de TARGET2.

El 22 de noviembre de 2010 se implantó la cuarta versión de la plataforma compartida única⁹. La novedad principal fue la posibilidad de acceder a TARGET2 a través de Internet. El Eurosistema ha desarrollado una forma alternativa de acceder directamente a los principales servicios de TARGET2 sin tener que conectarse a la red SWIFT, para responder a las necesidades de las entidades de crédito con un volumen reducido de pagos.

En noviembre de 2010, el Eurosistema finalizó también la definición de los contenidos de la quinta actualización del sistema, cuya puesta en marcha está prevista para el 21 de noviembre de 2011. Esta versión incluirá una red que proporcionará a los bancos centrales participantes acceso directo a los principales servicios de TARGET2, en caso de caída de SWIFT, además de otras mejoras solicitadas por los usuarios.

PAÍSES QUE PARTICIPAN EN TARGET2

Todos los países de la zona del euro participan en TARGET2, ya que su utilización es obligatoria para la liquidación de todas las órdenes de pago relacionadas con las operaciones de política monetaria del Eurosistema. En 2002, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó el derecho de los bancos centrales de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro a conectarse al sistema TARGET de forma voluntaria, para facilitar la liquidación de las operaciones en euros en sus países. Desde un punto de vista legal y administrativo, cada banco central es responsable de gestionar su componente del sistema y de mantener las relaciones con sus

⁹ Las actualizaciones del sistema introducidas en la cuarta versión quedaron recogidas en la Orientación BCE/2010/12, de 15 de septiembre de 2010, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/2 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2). Esta Orientación tiene también en cuenta las modificaciones técnicas requeridas tras la entrada en vigor del Tratado.

participantes. Además, algunas instituciones financieras radicadas en otros países del Espacio Económico Europeo (EEE) participan en TARGET2 mediante acceso remoto.

En la actualidad, 23 bancos centrales de la UE y sus respectivas comunidades nacionales de usuarios están conectados a TARGET2: los 17 bancos centrales nacionales de la zona del euro, el BCE y cinco bancos centrales nacionales de países no pertenecientes a la zona¹⁰. En febrero de 2010, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y su comunidad nacional de usuarios se conectaron a TARGET2. Recientemente se han iniciado contactos con la Banca Națională a României (Banco Nacional de Rumanía), que ha expresado su interés en participar en TARGET2. La conexión de Rumanía a TARGET2 está prevista para julio de 2011, una vez realizado el trabajo de preparación necesario.

2.2 TARGET2-SECURITIES

T2S es el futuro servicio del Eurosistema para la liquidación de valores en dinero de banco central en Europa. El proyecto está actualmente en fase de desarrollo, y la entrada en funcionamiento de la plataforma de liquidación está prevista para septiembre de 2014. Treinta depositarios centrales de valores (DCV) participan actualmente en el proyecto, y se espera que la liquidación de casi todos los valores negociados en Europa se realice en T2S, lo que permitirá lograr importantes economías de escala y costes de liquidación muy reducidos. Al equiparar la liquidación de las operaciones transfronterizas a la de las operaciones nacionales, T2S representará un gran avance en la creación de un mercado integrado de capitales para Europa, ofreciendo una sólida base para incrementar la eficiencia y la competencia en el sector de la post-negociación. Aunque es una iniciativa del Eurosistema, T2S liquidará operaciones con valores también en monedas distintas del euro, si el respectivo banco central, apoyado por su mercado, da su consentimiento.

En 2010 se realizaron grandes progresos en los aspectos técnicos. Al principio del año quedaron definidas las necesidades de los usuarios de T2S que permitieron a cuatro bancos centrales del Eurosistema (el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France y la Banca d'Italia) comenzar a desarrollar el software informático. Está previsto que las pruebas de usuarios comiencen en enero de 2014 y que T2S entre en funcionamiento en septiembre del mismo año.

En 2010 se avanzó también de forma significativa en aspectos básicos de T2S, especialmente en cuestiones como su estructura de gobierno, las tarifas que se aplicarán en la liquidación de las operaciones de valores y el sistema de conexión de los participantes a T2S.

La estructura de gobierno de T2S tiene una importancia capital para todas las partes interesadas, que se encuadran en cuatro grupos principales: i) el Eurosistema, como propietario y operador del sistema, ii) los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro que incluyen su moneda para la liquidación en T2S, iii) los DCV que externalizan sus cuentas de valores a T2S, y iv) los participantes en el mercado en general (es decir, entidades de crédito, custodios, entidades de contrapartida central, etc.). En la futura estructura de gobierno propuesta, cada uno de los grupos tendrá un grado de influencia adecuado sobre T2S, al tiempo que facilitará un proceso rápido de toma de decisiones, y asegurará una infraestructura segura y eficiente.

En noviembre de 2010, el Eurosistema adoptó una decisión sobre los precios de los futuros servicios de liquidación de T2S. Tras tener en cuenta los costes de desarrollo y los futuros gastos corrientes, así como los volúmenes previstos de liquidación en la plataforma, el Eurosistema estableció en 15 cents el precio por instrucción de entrega contra pago, siempre que: i) las monedas distintas del euro aporten al menos un 20% al volumen de liquidación; ii) el volumen de

¹⁰ Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania y Polonia.

liquidación de valores en la UE no sea inferior en más del 10% a los volúmenes previstos por la Oficina del Programa T2S, que se basan en la información proporcionada por los participantes del mercado; y iii) el Eurosistema esté exento de IVA por los servicios de T2S que preste. Este precio será fijo durante el período comprendido entre septiembre de 2014, mes en el que está previsto que T2S entre en funcionamiento, y diciembre de 2018. A fin de dar seguridad a los participantes en el mercado en lo que respecta al precio que se aplicará después de 2018, el Consejo de Gobierno se ha comprometido a no aumentar las tarifas de T2S en más del 10% por año hasta septiembre de 2022. Con este reducido precio de 15 cents por instrucción de entrega contra pago (precio idéntico para la liquidación de las operaciones tanto nacionales como transfronterizas), incluso si se añaden los gastos de los DCV y los gastos de conexión, el precio de liquidación de principio a fin debería ser inferior al precio actual de liquidación nacional en cualquier país de Europa. T2S reducirá, en promedio, el coste de liquidación de las operaciones transfronterizas cerca de un 90%. Por consiguiente, junto con los efectos positivos sobre la competencia a lo largo de la cadena de valor posterior a la negociación, T2S impulsará una notable mejora, en términos de costes, de la eficiencia en la liquidación de valores en toda Europa.

En 2010 se realizaron también grandes avances en el marco jurídico de T2S. El 21 de abril de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación sobre T2S¹¹. Esta Orientación es la piedra angular del marco jurídico de T2S y la base de todos los demás acuerdos jurídicos que se suscriban en el futuro. La Orientación es vinculante para todos los bancos centrales del Eurosistema, pero no supone obligación alguna para terceros.

Los trabajos relativos a la estructura de gobierno y la fijación de precios fueron también elementos esenciales en la preparación jurídica de la negociación de los acuerdos contractuales para T2S, tanto entre el Eurosistema y los DCV que vayan a utilizar T2S, como entre el Eurosistema

y los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro que estén considerando participar con su moneda en la liquidación en T2S. Cuando concluyan las negociaciones con los DCV, el Consejo de Gobierno del BCE aprobará el acuerdo marco y lo presentará a los DCV para su valoración y firma antes del otoño de 2011. Las negociaciones sobre el acuerdo de participación de moneda con los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro progresaron satisfactoriamente a lo largo de 2010, y se espera que el Consejo de Gobierno presente el acuerdo a dichos bancos centrales en junio de 2011 para su valoración y firma antes del otoño de 2011.

El Eurosistema ha estado trabajando también en el marco de selección de proveedores externos de servicios de red para T2S. Estos proveedores son las entidades que proporcionarán la infraestructura a través de la cual los DCV, los bancos centrales y los participantes conectados directamente podrán enviar instrucciones a la plataforma T2S y recibir mensajes de la misma.

Por último, la Oficina del Programa T2S, en el que participó con plena dedicación el Grupo Consultivo de T2S, se centró en gran medida en promover una mayor armonización de la liquidación de valores en Europa¹². La participación en el Grupo Consultivo y de Seguimiento sobre Compensación y Liquidación II, de la Comisión Europea, y en su sucesor, el Grupo de Expertos en Infraestructuras de Mercado, garantiza que las actividades de armonización realizadas en T2S estén en línea con las iniciativas generales públicas y privadas emprendidas en este campo¹³. El Grupo Consultivo de T2S trabajó en la implantación de los estándares sobre acciones corporativas

11 Orientación BCE/2010/2, de 21 de abril de 2010, sobre TARGET2-Securities.

12 El Grupo Consultivo de T2S, que asesora a los órganos rectores del BCE sobre cuestiones técnicas y de políticas relativas a T2S, está integrado por unos 90 representantes de alto nivel de los bancos centrales nacionales, de los DCV y de los participantes en el mercado que han mostrado interés en incorporarse a T2S.

13 Para más detalles, véase la sección 3 del capítulo 4 sobre integración financiera.

relativas a la gestión de transacciones, en el desarrollo de los mensajes ISO de T2S y en la mejora de la transparencia de los participantes transfronterizos. También se realizaron avances en la armonización de las normas sobre firmeza de la liquidación para los DCV participantes en T2S. Asimismo, el Grupo Consultivo de T2S inició los trabajos destinados a identificar las eventuales trabas que sigan obstaculizando una liquidación transfronteriza fluida en T2S, con el fin de eliminarlas, elemento esencial para garantizar la eficiencia del procesamiento en T2S. Por otra parte, a finales de 2010 el Grupo Consultivo de T2S identificó las actuaciones prioritarias necesarias para elevar todavía más el grado de armonización en los próximos años.

2.3 PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Para garantizar todas las operaciones de crédito del Eurosistema, no solo a escala nacional sino también de forma transfronteriza, puede utilizarse un conjunto común de activos admisibles. La liquidación transfronteriza de los activos de garantía en la zona del euro se lleva a cabo, principalmente, a través del MCBC y de los enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona. Mientras que el MCBC es un mecanismo proporcionado por el Eurosistema, los enlaces son una iniciativa impulsada por el mercado.

En diciembre de 2010, el importe de los activos de garantía transfronterizos (incluidos los activos negociables y no negociables) mantenidos por el Eurosistema disminuyó hasta 762 mm de euros, desde los 866 mm de euros registrados en diciembre de 2009. En conjunto, a finales de 2010, los activos de garantía transfronterizos representaban el 35% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema.

SERVICIOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA

En 2010, el MCBC continuó siendo el principal mecanismo para el movimiento transfronterizo de los activos de garantía que se utilizan en

las operaciones de política monetaria y de crédito intradía que realiza el Eurosistema, representando en el citado año el 24,1% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC disminuyeron de 569 mm de euros, a finales de 2009, a 507 mm de euros, a finales de 2010.

Desde su puesta en marcha en 1999, el MCBC fue ideado como solución provisional basado en el principio de armonización mínima. A fin de lograr un nivel más armonizado de servicio, en 2008, el Eurosistema decidió poner en marcha el CCBM2, que se basa en una plataforma única. El Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y el De Nederlandsche Bank se hicieron cargo, en nombre del Eurosistema, del desarrollo y funcionamiento de CCBM2.

El CCBM2 propiciará un mayor grado de armonización y eficiencia en la movilización de los activos de garantía y permitirá a las entidades de contrapartida del Eurosistema, especialmente a las entidades de crédito que operan en varios países, optimizar la utilización de sus activos de garantía y mejorar su gestión de la liquidez, además de permitir a los bancos centrales realizar un seguimiento más estrecho de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito. La plataforma será totalmente compatible con TARGET2 y TARGET2-Securities. Tras su aprobación por el Consejo de Gobierno, en octubre de 2010 se anunciaron las fechas de los principales objetivos del proyecto, entre los que figuran las pruebas con los bancos centrales y el mercado en 2012 y la entrada en funcionamiento del sistema en 2013. Se prevé que la migración a CCBM2 se lleve a cabo en dos etapas en el segundo y tercer trimestres de 2013.

ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES NACIONALES

Los activos de garantía transfronterizos también pueden mobilizarse utilizando enlaces entre SLV nacionales. Sin embargo, estos enlaces solo se admitirán para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen los estándares de usuario del Eurosistema. Una vez transferidos

a otro SLV mediante enlaces admitidos, los valores se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo de garantía nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. El importe de los activos de garantía movilizados a través de los enlaces directos y de los enlaces en los que un tercer depositario central actúa como intermediario disminuyó de 129 mm de euros, en diciembre de 2009, a 109 mm de euros, a finales de 2010, lo que representó el 5% de los activos totales (transfronterizos y nacionales) mantenidos por el Eurosistema a finales de 2010, frente al 5,7% a finales de 2009.

En 2010 no se añadieron nuevos enlaces a los actualmente disponibles para las entidades de contrapartida, es decir, los 54 enlaces directos y los 7 enlaces en los que un tercer depositario central de valores actúa como intermediario.

3 BILLETES Y MONEDAS

3.1 CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS Y TRATAMIENTO DEL EFECTIVO

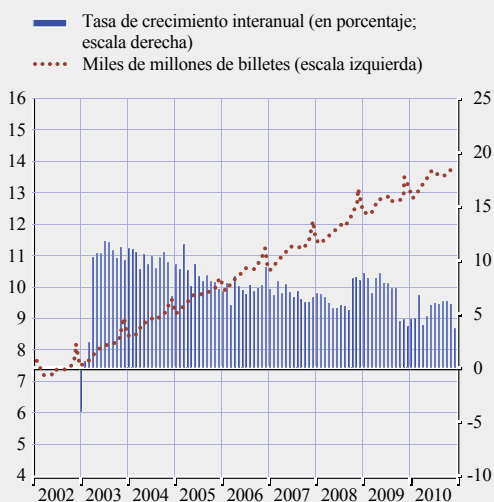
DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

A finales de 2010, el número de billetes en circulación alcanzó los 14.200 millones de unidades por un importe total de 839,7 mm de euros, frente a los 13.600 millones de billetes por un valor total de 806,4 mm de euros registrados a finales de 2009 (véanse gráficos 49 y 50). En 2010, la tasa de crecimiento interanual de los billetes en euros en circulación se situó en torno al 4%, en lo que respecta tanto al número de billetes como a su importe. El mayor crecimiento se observó en los billetes de 50 y de 100 euros, que registraron tasas de crecimiento interanual del 6,7% y el 5,4%, respectivamente, a finales de diciembre de 2010, mientras que disminuyó de forma acusada la fuerte demanda de billetes de 500 euros, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 2,1% a finales de año. Al final de 2010, los billetes de 50 euros registraban la mayor proporción sobre el total de billetes en circulación (39,2%), en cuanto al número de unidades, y los billetes de 500 euros, la mayor proporción (34,3%), en cuanto al importe, seguidos de cerca por los billetes de 50 euros (33%).

La demanda de billetes de fuera de la zona del euro, que se concentra, principalmente, en los billetes de alta denominación como depósito de valor, disminuyó ligeramente en 2010. Aunque se mantuvieron constantes desde mediados de 2009 hasta mediados de 2010, las entradas de efectivo en euros superaron las salidas en el segundo semestre de 2010. Ello podría ser resultado de una reversión del anterior atesoramiento de billetes en euros, considerados un refugio seguro tras las turbulencias financieras de 2008. Se estima que entre el 20% y el 25% del importe de los billetes en euros en circulación se utiliza fuera de la zona del euro, especialmente en las regiones vecinas.

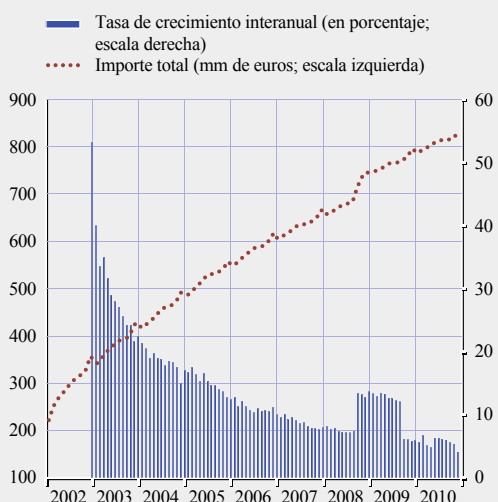
En 2010, el número total de monedas en euros en circulación (es decir, la circulación neta, excluidas las reservas de los BCN de la zona del euro) creció un 6,2%, hasta los 92.900 millones de unidades, mientras que su importe total se elevó un 4,5%, hasta los 22,3 mm de euros. La proporción de monedas de baja denominación (de 1, 2 y 5 céntimos) sobre el número total de monedas en circulación, 61%, siguió siendo alta.

Gráfico 49 Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2010



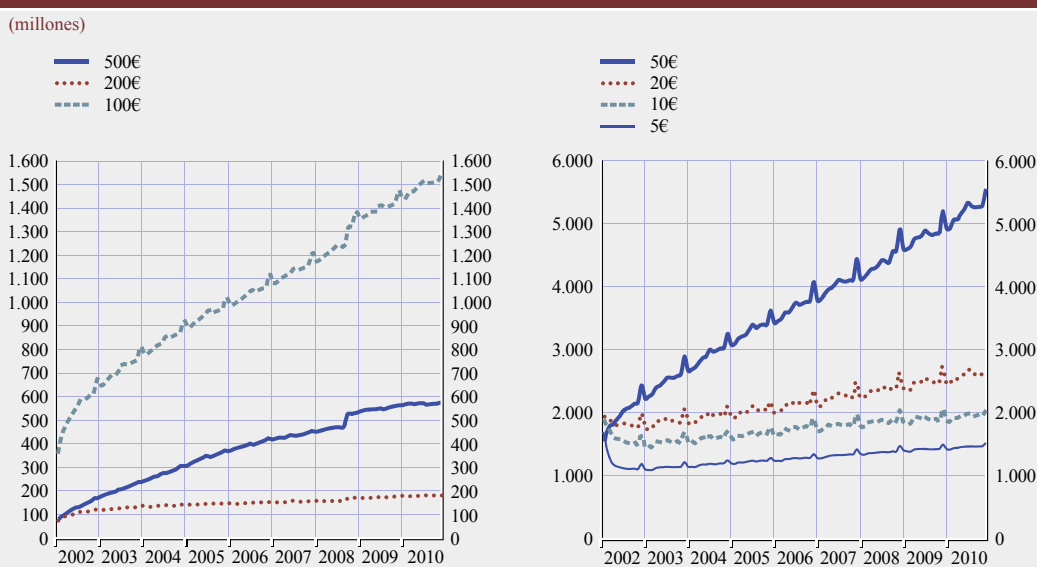
Fuente: BCE.

Gráfico 50 Importe de los billetes en euros en circulación entre 2002 y 2010



Fuente: BCE.

Gráfico 51 Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2010, por denominaciones



Fuente: BCE.

SELECCIÓN DE BILLETES EN EL EUROSISTEMA

En 2010, los BCN de la zona del euro pusieron en circulación 33.600 millones de billetes y retiraron 33.100 millones de unidades. Se procesaron 34.200 millones de billetes, utilizando máquinas de selección de billetes totalmente automatizadas en las que se comprobó la autenticidad de los billetes y su aptitud para volver a circular. En ese proceso se clasificaron unos 5.800 millones de billetes como no aptos para la circulación y se destruyeron. El porcentaje de billetes no aptos¹⁴ se mantuvo en el 17,1%, nivel próximo al registrado en 2009. La frecuencia media de retirada¹⁵ de billetes en circulación volvió a disminuir, desde 2,59 a finales de 2009 hasta 2,46 a finales de 2010, con lo que, en promedio, un billete fue retirado cada cinco meses por un BCN de la zona del euro. Las frecuencias de retirada de los billetes de alta denominación, que a menudo son objeto de atesoramiento, fueron reducidas: 0,34 (500 euros), 0,51 (200 euros) y 0,76 (100 euros), mientras que las de las denominaciones que se suelen utilizar para operaciones fueron más elevadas: 1,87 (50 euros), 3,77 (20 euros), 4,39 (10 euros) y 2,50 (5 euros).

3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES

FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

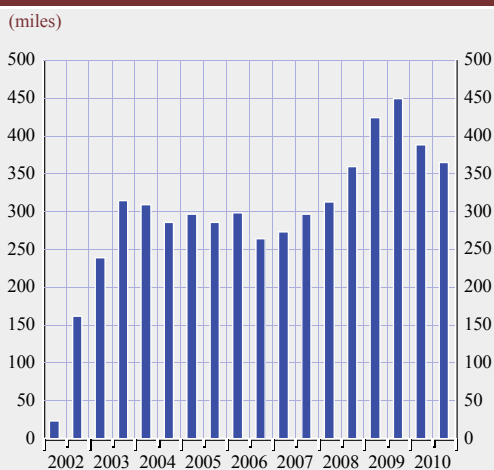
En 2010, los Centros Nacionales de Análisis¹⁶ recibieron unos 752.000 billetes falsos en euros. En comparación con el número de billetes auténticos en circulación, la proporción de falsificaciones sigue siendo muy reducida. El gráfico 52 muestra la evolución a largo plazo del número de billetes falsos retirados de la circulación. Un análisis más detenido pone de relieve que la tendencia al alza en la cantidad de billetes falsos, que había empezado a manifestarse en 2008, se invirtió en 2010. Los billetes más falsificados fueron de las denominaciones de 50 euros y de 20 euros, que representaron el 43% y el 40% del total de falsificaciones, respectivamente. El gráfico 53 muestra la distribución de las falsificaciones por denominaciones.

14 Definido como el número de billetes clasificados como no aptos en un período dado, dividido por el número total de billetes seleccionados durante ese período.

15 Definida como el número total de billetes retirados por los BCN de la zona del euro en un período dado, dividido por el número medio de billetes en circulación durante ese período.

16 Centros establecidos en cada Estado miembro de la UE para el análisis inicial de los billetes falsos en euros a escala nacional.

Gráfico 52 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre 2002 y 2010



Fuente: BCE.

Aunque la confianza en la seguridad del euro está totalmente justificada por las medidas contra las falsificaciones puestas en marcha por las autoridades europeas e internacionales, ello no debería dar lugar a la complacencia. El BCE sigue aconsejando al público que permanezca atento a la posibilidad de fraude, que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire» descrito en la dirección del BCE en Internet¹⁷ y que nunca se

limite a examinar solamente uno de los elementos de seguridad. Además, el Eurosistema imparte de forma continuada cursos de formación a los profesionales en el manejo de efectivo, tanto en Europa como en otros países, y distribuye material informativo actualizado como medida de apoyo a la lucha contra la falsificación, en la que el BCE colabora estrechamente con Europol y la Comisión Europea.

DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES A ESCALA MUNDIAL

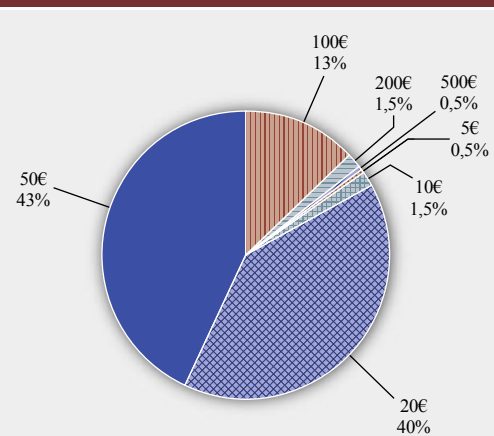
La cooperación en materia de disuasión de las falsificaciones no se limita al ámbito europeo. El Eurosistema participa activamente en los trabajos del Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones (GBCDF)¹⁸. El BCE acoge al Centro Internacional para la Disuasión de Falsificaciones (CIDF), que ejerce de centro técnico para el GBCDF. El CIDF mantiene también un sitio web¹⁹ que proporciona información y orientación sobre la reproducción de imágenes de billetes, así como enlaces con sitios web nacionales.

3.3 PRODUCCIÓN Y EMISIÓN DE BILLETES

ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En 2010 se asignó a los BCN de la zona del euro la fabricación de un total de 7.100 millones de billetes en euros por un importe de 264,9 mm de euros. La asignación de la producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado establecido inicialmente en 2002. Según este procedimiento, cada BCN de la zona del euro es responsable de producir, en determinadas denominaciones, la parte que le es asignada del total de billetes necesarios (véase cuadro 13).

Gráfico 53 Distribución de billetes falsos en euros en 2010, por denominaciones



Fuente: BCE.

17 Véase <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>

18 Un grupo de 32 bancos centrales e imprentas de billetes que colaboran bajo los auspicios del G 10.

19 Para más detalles, véase <http://www.rulesforuse.org>

Cuadro 13 Asignación de la producción de billetes en euros en 2010

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
5€	1.309,9	ES, FR, NL, PT
10€	1.540,1	DE, IE, GR, FR, IT, AT
20€	1.898,0	DE, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50€	1.700,0	BE, DE, ES, IT
100€	500,0	IT
200€	100,0	DE
500€	100,0	AT
Total	7.148,0	

Fuente: BCE.

PLAN DE TRABAJO PARA UNA MAYOR CONVERGENCIA EN LOS SERVICIOS DE EFECTIVO DE LOS BCN

De conformidad con el plan de trabajo a medio plazo adoptado por el Consejo de Gobierno en 2007, el Eurosistema prosiguió su labor con vistas a lograr una mayor convergencia en los servicios de efectivo que prestan los BCN de la zona del euro.

En particular, el Eurosistema está finalizando una interfaz entre las aplicaciones informáticas locales de los BCN de la zona del euro y las de las entidades de crédito para el sistema electrónico de intercambio de datos en relación con los servicios de ingresos y retiradas de efectivo que prestan gratuitamente los BCN. La interfaz permitirá a las entidades de crédito utilizar la aplicación informática que emplean con sus BCN nacionales para las operaciones en efectivo con otros BCN de la zona del euro, en el caso de los servicios de efectivo prestados gratuitamente por los BCN. Además, desde el 1 de enero de 2011, los ingresos y retiradas de billetes no orientados se clasifican como servicio común prestado gratuitamente por los BCN.

RECIRCULACIÓN DE BILLETES

El 1 de enero de 2011 entró en vigor la Decisión BCE/2010/14 sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación. Esta Decisión sustituye

al «Marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo del efectivo» (también conocido como «Marco para el reciclaje de billetes»). El 31 de diciembre de 2010, al final del período de transición concedido a las entidades de crédito y a las entidades que profesionalmente manejan efectivo de algunos países de la zona del euro para permitirles adaptar sus procedimientos y sus máquinas al marco para el reciclaje de billetes, los requisitos establecidos en dicho marco se aplicaron íntegramente todos los países de la zona del euro. Así pues, ahora quedarán comprobadas la autenticidad y la aptitud de todos los billetes en euros recirculados a través de cajeros automáticos o en ventanillas de sucursales de entidades de crédito, lo que representa una importante garantía para el público.

La Decisión BCE/2010/14 establece los procedimientos a los que se refiere el apartado 1 del artículo 6 del Reglamento (CE) nº 1338/2001, en su versión modificada de 2008²⁰.

Las entidades que manejan efectivo están obligadas a aplicar estos procedimientos y a «garantizar la autenticidad de los billetes y monedas en euros que han recibido y que tienen previsto volver a poner en circulación, así como a velar por la detección de las falsificaciones». La Decisión no introduce cambios significativos en relación con el marco para el reciclaje de billetes, salvo en la medida en que se amplían los destinatarios especificados en el apartado 1 del artículo 6 del Reglamento (CE) nº 1338/2001.

EL PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA EN ASIA

Tras su retirada de la distribución de billetes al por mayor, el depósito incluido en el programa

²⁰ Reglamento (CE) nº 44/2009 del Consejo, de 18 de diciembre de 2008, que modifica el Reglamento (CE) nº 1338/2001 por el que se definen las medidas necesarias para la protección del euro contra la falsificación.

piloto de custodia externa del HSBC Bank USA, con sede en Hong Kong, se cerró en octubre de 2010²¹. Los restantes depósitos, gestionados por Bank of America Merrill Lynch (en Hong Kong) y por Bank of Ireland First Currency Services en una unión temporal con United Overseas Bank (en Singapur), seguirán operando en el marco del programa piloto hasta finales de enero de 2012.

LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

En 2010, el Eurosistema prosiguió los trabajos sobre una nueva serie de billetes en euros, centrándose en el desarrollo de los materiales de originación para la producción de billetes y realizando impresiones de prueba para valorar la capacidad de producir los nuevos billetes a gran escala. La nueva serie mantendrá los principales elementos gráficos de la primera serie de billetes. El calendario exacto y la secuencia de emisión se determinarán más adelante. El Eurosistema informará con la suficiente antelación al público, a las entidades que manejan efectivo a título profesional y a los fabricantes sobre las modalidades de introducción de los nuevos billetes. Los BCN de la zona del euro canjearán los billetes en euros de la primera serie sin límite de tiempo.

²¹ Se denomina custodia externa a un depósito de efectivo mantenido en un banco comercial que se encarga de su custodia.

4 ESTADÍSTICAS

El BCE, en colaboración con los BCN, desarrolla, recoge, elabora y difunde una amplia gama de estadísticas que sirven de apoyo a la política monetaria de la zona del euro y a otras tareas del SEBC. Las estadísticas también son ampliamente utilizadas por las autoridades públicas, los participantes en los mercados financieros, los medios de comunicación y el público en general. En 2010, el proceso normal de difusión de las estadísticas de la zona del euro continuó desarrollándose puntualmente y sin problemas²², al tiempo que se realizaron notables esfuerzos para seguir mejorando el marco estadístico del SEBC de conformidad con el programa de trabajo del SEBC para las estadísticas europeas que se revisa todos los años. Un desafío especial a este respecto fue el hecho de que la creciente demanda de datos ha ejercido considerable presión sobre los recursos de que disponen los responsables de elaborar la información. Una de las principales líneas de trabajo desarrolladas en 2010 fue la relativa a las estadísticas de estabilidad financiera. En esta materia, el BCE, con el respaldo de los BCN, llevó a cabo los preparativos necesarios para proporcionar apoyo estadístico a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) a partir del 1 de enero de 2011 (véase capítulo 6) y contribuyó, bajo los auspicios del G 20, a las iniciativas globales encaminadas a resolver las lagunas estadísticas identificadas a raíz de la crisis financiera y económica.

Las repercusiones de la crisis financiera y económica con respecto a la producción, la utilización y la publicación de las estadísticas constituyeron el tema central de la Quinta Conferencia del BCE sobre Estadísticas y del seminario internacional celebrado por el BCE el 20 de octubre de 2010, Día Mundial de las Estadísticas.

4.1 NOVEDADES Y MEJORAS EN LAS ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

Como resultado de la labor realizada en 2010, se publicaron estadísticas de la zona del euro adicionales, como las nuevas estadísticas

de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, desagregadas por ramas de actividad sobre la base de la clasificación NACE Revisión 2 y nuevas estadísticas de deuda externa para la zona del euro desglosadas por sectores e instrumentos. También se siguió trabajando en los datos relativos a la iniciativa del Mercado de valores europeos a corto plazo (STEP) (véase también sección 3 del capítulo 4), una iniciativa encaminada a fomentar la integración financiera en este segmento del mercado. Las estadísticas STEP, que se vienen publicando desde septiembre de 2006, se complementaron en septiembre de 2010 con la publicación semanal de los saldos vivos de cada uno de los programas STEP, incluida una desagregación por monedas de emisión.

En 2010 continuó la elaboración de las estadísticas mejoradas de la zona del euro de conformidad con los reglamentos modificados del BCE sobre el balance de las IFM, las estadísticas de tipos de interés de las IFM y las estadísticas sobre titulización de préstamos. La presentación de información estadística por parte de las entidades especiales de financiación que intervienen en operaciones de titulización se inició a principios de 2010, y la presentación, por parte de las IFM, de un conjunto ampliado de datos estadísticos para las estadísticas del balance y de los tipos de interés comenzó a mediados del mismo año. Estos nuevos datos y los indicadores conexos proporcionarán desgloses más detallados (por ejemplo, para los préstamos con garantía y los nuevos préstamos a las sociedades no financieras) que contribuirán a mejorar el análisis monetario. Se prevé que estas estadísticas se publiquen por primera vez a mediados de 2011, una vez que el SEBC lleve a cabo una revisión adecuada de la calidad de los datos.

²² Se publicaron estadísticas por medio de 74 notas de prensa mensuales, trimestrales y anuales, además de publicarse en el Boletín Mensual, en el Statistics Pocket Book y en el Statistical Data Warehouse del BCE (véase la sección de estadísticas en el sitio web del BCE).

4.2 OTRAS INNOVACIONES ESTADÍSTICAS

En febrero y octubre de 2010, el BCE publicó los resultados de las ediciones segunda y tercera de su encuesta semestral sobre el acceso de las empresas de la zona del euro a la financiación, que se realizó en colaboración con la Comisión Europea. Esta encuesta proporciona, sobre todo, datos cualitativos sobre las condiciones de financiación a las que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas en comparación con las empresas grandes, y los resultados se desglosan, entre otros conceptos, por tamaño de la empresa, tipo de actividad económica y años de antigüedad, con una desagregación geográfica para determinados países de la zona del euro.

En 2010 se siguió avanzando en la puesta en práctica de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares. Actualmente, esta encuesta la realizan los BCN de todos los países de la zona del euro (en algunos casos en colaboración con los institutos nacionales de estadística). La encuesta tiene por objeto proporcionar datos microeconómicos sobre los activos (financieros y reales) y la deuda de los hogares, junto con información complementaria sobre otros temas como la renta, el consumo, el empleo, derechos por pensiones, el ahorro y las herencias. Se prevé que la difusión pública de indicadores agregados para el conjunto de la zona del euro y la provisión de microdatos a los investigadores tenga lugar en el segundo semestre de 2012.

También se registraron avances respecto a la recogida y la elaboración de estadísticas sobre tenencias de valores basadas en información valor por valor. Actualmente está en marcha un proyecto piloto para elaborar estadísticas experimentales basadas en los datos disponibles. Además, se están estudiando algunas opciones para desarrollar una solución definitiva armonizada, eficiente en términos de costes. Estos datos permitirán la producción de estadísticas más armonizadas y de mayor calidad, así como el análisis de las tenencias de valores de los sectores y subsectores institucionales a nivel granular.

En el primer trimestre de 2010 se publicó, por vez primera, una lista trimestral de sociedades instrumentales, que complementó la lista diaria de IFM de la UE y la lista trimestral de fondos de inversión, que el SEBC mantiene actualizada y que pretende transformar en un auténtico registro de instituciones financieras. Las listas de sociedades instrumentales y de fondos de inversión incluyen varias características adicionales en comparación con la lista de IFM, concretamente, información individualizada por valores (en forma de códigos ISIN) sobre los valores emitidos por esas instituciones. Este proyecto está vinculado al desarrollo, por parte de la Comisión europea, de un registro estadístico de empresas multinacionales, el Registro de Eurogrupos, en el que actualmente se están adoptando medidas para eliminar los obstáculos legales que impiden el intercambio mutuo de información con fines estadísticos.

El BCE siguió colaborando estrechamente con otros organismos internacionales en el desarrollo de normas estadísticas internacionales. Junto con Eurostat, el BCE centró especialmente la atención en la revisión en curso del SEC 95, que es necesario armonizar con el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 y con la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Junto con el BPI y el FMI, el BCE publicó también la segunda parte de un manual sobre estadísticas de valores, que incluye las tenencias de valores representativos de deuda.

4.3 NECESIDADES ESTADÍSTICAS RESULTANTES DE LA CRISIS FINANCIERA

Como resultado de la crisis financiera se ha producido un aumento, tanto a nivel europeo como mundial, de la demanda de estadísticas, por parte de los usuarios, a efectos de análisis de la estabilidad financiera. Además de la labor mencionada en las secciones anteriores, en 2010 se emprendieron diversas iniciativas encaminadas a facilitar al BCE el desempeño de la función de secretaría de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) y, por lo tanto, la provisión a dicha Junta del respaldo estadístico

y analítico necesarios tan pronto como se establezca (véase capítulo 6).

El SEBC coopera también con los organismos supervisores, a fin de completar y conciliar los requerimientos estadísticos y de supervisión. Como resultado de la cooperación con el Comité de Supervisores Bancarios Europeos, en 2010 se publicó un nuevo sistema de clasificación que, con el tiempo, contribuirá a reducir la carga de información de las entidades que están obligadas a proporcionar datos tanto al Eurosistema como a las autoridades supervisoras. Además, en lo que respecta a un conjunto básico de indicadores bancarios, se ha incrementado de anual a semestral la frecuencia con que ha de remitirse la información sobre el conjunto de datos bancarios consolidados que se publican en el informe del BCE sobre la estabilidad del sector bancario de la UE (EU Banking Sector Stability Report). También se han mejorado la puntualidad y el contenido de los datos del conjunto anual. Por otra parte, el BCE, en estrecha cooperación con los otros miembros del Eurosistema, ha elaborado estadísticas sobre las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Estas estadísticas se basan en las fuentes existentes, principalmente organismos de supervisión, es decir, no requieren la recogida de nuevos datos de los agentes informadores. Para desarrollar aún más estas estadísticas, y en vista de las crecientes necesidades de los usuarios (a efectos de análisis tanto macroeconómico como de la estabilidad financiera), el BCE coopera estrechamente con la Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones, que es la sucesora del Comité de Supervisores Europeos de Seguros y Planes de Pensiones, para que las futuras obligaciones de información estadística sean coherentes con el proyecto Solvencia II y se reduzca al mínimo la carga de información.

En el contexto de la cooperación internacional a escala mundial, el BCE participa en las iniciativas respaldadas por los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G 20, a fin de identificar y resolver las posibles faltas de información. En su calidad de miembro del Grupo Interinstitucional

sobre Estadísticas Económicas y Financieras, colaboró con el BPI, la Comisión Europea (es decir, Eurostat), el FMI, la OCDE, Naciones Unidas y el Banco Mundial para formular un plan de acción que se presentó en la cumbre del G 20 celebrada en junio de 2010. Dicho plan de acción incluye calendarios de aplicación de una serie de recomendaciones en relación con la medición de riesgos en el sector financiero, los vínculos financieros internacionales y la vulnerabilidad de la economía ante perturbaciones, así como la comunicación de las estadísticas oficiales. Asimismo, el BCE está contribuyendo a mejorar el sitio web de los principales indicadores mundiales (Principal Global Indicators), que centra la atención en las economías del G 20.

5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

Conforme al enfoque adoptado en todo el Eurosistema, el objetivo de la investigación en el BCE es: i) aportar resultados relevantes para el asesoramiento en materia de política monetaria y de otras funciones propias del Eurosistema; ii) mantener y utilizar modelos econométricos para efectuar previsiones económicas y comparar los efectos de políticas alternativas; y iii) mantener el contacto con el mundo académico y con los investigadores, por ejemplo, mediante la publicación de los resultados de la investigación en revistas académicas con evaluación anónima y la participación y la organización de conferencias. En 2008, el BCE inició una revisión plurianual de su programa de investigación para incorporar las lecciones aprendidas de la crisis financiera y de sus secuelas. Más adelante, la revisión incluyó actividades para apoyar el trabajo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico. En 2010 se han dedicado muchos recursos al análisis de cuestiones financieras, que se han centrado especialmente en la construcción y en la utilización de herramientas para la evaluación macroprudencial y del riesgo sistémico.

5.1 ÁREAS DE INVESTIGACIÓN PRIORITARIAS Y RESULTADOS ALCANZADOS

En el BCE, la investigación económica se lleva a cabo de forma descentralizada: todas las unidades de gestión desarrollan proyectos de investigación según sus necesidades y experiencia. La Dirección General de Estudios se encarga de coordinar la investigación, además de producir trabajos de estándares elevados. Su director general preside el Comité de Coordinación de la Investigación, que se ocupa de que la investigación efectuada en el BCE se ajuste a las necesidades de la institución y de los procesos para la adopción de sus políticas. Cada año el Comité establece las áreas prioritarias y orienta la investigación hacia esas áreas.

En 2010, las áreas de investigación prioritarias fueron las mismas que en 2009: predicción y desarrollo de modelos; mejora del análisis

monetario, comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria; estabilidad financiera y supervisión y regulación macroprudenciales; la eficiencia del sistema financiero europeo; cuestiones relativas a los sistemas de pago y liquidación; vínculos internacionales; y temas fiscales. Sin embargo, en lo que se refiere a su puesta en práctica, el número de actividades de investigación sobre temas relacionados con cuestiones financieras y macroprudenciales fue mayor que en años anteriores. En concreto, se prestó una atención especial al desarrollo y la utilización de herramientas para efectuar un seguimiento y contribuir a la toma de decisiones en relación con cuestiones financieras. El número de proyectos de investigación sobre la mejora del análisis monetario también registró un notable incremento.

La investigación sobre el análisis monetario giró en torno al desarrollo y la utilización de herramientas cuantitativas para evaluar la evolución monetaria, y se hizo hincapié en la provisión de elementos analíticos de estándares elevados para la preparación de las decisiones de política monetaria. En 2010 fueron objeto de atención preferente de los trabajos en esta área de investigación el diseño de estrategias de salida para las actuales medidas no convencionales y el análisis de la interacción entre las políticas macroeconómicas y la estabilidad financiera. Estos temas se debatieron en dos foros internos de investigación²³. Estos trabajos tuvieron como resultado la publicación del libro titulado «Enhancing Monetary Analysis», editado por los miembros del Consejo Ejecutivo Lucas Papademos y Jürgen Stark²⁴.

En cuanto al mecanismo de transmisión de la política monetaria, se iniciaron o se continuaron proyectos sobre diversos temas: la dinámica del precio de los activos y las primas de riesgo; el papel del sector bancario; las decisiones

23 Los foros de investigación son canales formales internos para compartir experiencias y resultados de la investigación del BCE sobre un tema concreto.

24 Véase <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/enhancingmonetaryanalysis2010en.pdf>.

financieras de las sociedades no financieras; y diversidad, competitividad y ajuste a nivel de países. Entre otros proyectos que continuaron de años anteriores se incluyen: la red sobre el consumo y la situación financiera de las familias (Household Finance and Consumption Network)²⁵, una red de investigación del Eurosistema, creada en 2009, que recoge y analiza información microeconómica sobre una amplia gama de decisiones tomadas por los hogares; y un foro de investigación del BCE sobre las políticas de comunicación de los bancos centrales.

También se estudiaron los vínculos entre la estabilidad financiera y la política monetaria, centrándose en el desarrollo de indicadores de estabilidad financiera y en el análisis de la interacción entre la estabilidad financiera y el comportamiento macroeconómico general. El desarrollo de indicadores de estabilidad financiera supone trabajar sobre modelos de alerta temprana, herramientas para las pruebas de resistencia y modelos de riesgo sistémico y de contagio. Se están explorando nuevas áreas de investigación para mejorar los modelos existentes que recogen la interacción entre la estabilidad financiera y el comportamiento macroeconómico. Muchos de los proyectos que se llevan a cabo en esta área entran en el ámbito de la nueva red de investigación macroprudencial del SEBC, que se estableció en marzo de 2010 (véase recuadro 10 del capítulo 6).

La investigación sobre la eficiencia del sistema financiero se centró en la comprensión del mercado monetario y en la mejora del diseño de los marcos operativos, incluido el análisis de las estrategias de salida y de los diferenciales del mercado monetario.

El BCE siguió realizando trabajos de investigación sobre la zona única de pagos en euros y sobre TARGET2 dentro de una red para el análisis económico de los pagos (Payment Economics Network)²⁶. En 2010 se organizó una conferencia que versó sobre estos temas.

Por lo que se refiere a los asuntos internacionales, los principales puntos de interés en esta línea

de investigación fueron la globalización, los vínculos financieros y comerciales, y el papel internacional del euro. La globalización y los vínculos financieros y comerciales fueron objeto de dos foros de investigación del BCE. El debate sobre los vínculos comerciales sirve de base a la labor desarrollada sobre las herramientas para modelizar los flujos comerciales en las proyecciones del Eurosistema/BCE.

En cuanto a los temas fiscales, se continuó trabajando en el desarrollo de herramientas para el seguimiento y el análisis de las finanzas públicas, así como de su eficiencia y sostenibilidad. Un nuevo tema de investigación iniciado en 2010 se refiere a la interacción entre la política fiscal y la política monetaria, especialmente durante la aplicación de las estrategias de salida.

5.2 DIFUSIÓN DE LA INVESTIGACIÓN: PUBLICACIONES Y CONFERENCIAS

Como en años anteriores, los resultados de la investigación llevada a cabo por el personal del BCE se publicaron en la serie de documentos de trabajo del BCE y en la de documentos ocasionales. En 2010 se publicaron 138 documentos de trabajo y 14 documentos ocasionales. Los expertos del BCE escribieron un total de 104 documentos de trabajo, muchos de ellos en colaboración con economistas del Eurosistema, y los restantes fueron realizados por investigadores externos que intervinieron en conferencias y seminarios, que participaron en redes de investigación, o que trabajaron en el BCE durante un período prolongado con el fin de concluir sus proyectos de investigación²⁷. Como es norma habitual, se espera que la mayoría de los documentos se publiquen finalmente en

25 Las redes de investigación coordinan los trabajos de los investigadores del Eurosistema/SEBC y contribuyen a difundir los resultados. En ellas pueden participar asimismo investigadores externos.

26 En <http://www.paymenteconomics.org> se encuentra más información sobre esta red.

27 Los investigadores externos visitan el BCE de manera ad hoc o en el contexto de programas establecidos, tales como el Lamfalussy Research Fellowship.

revistas académicas de prestigio con evaluación anónima. En 2010, los expertos del BCE publicaron más de 113 artículos en revistas de esta naturaleza. Por otra parte, en ese año el BCE y un gran número de otros bancos centrales continuaron facilitando apoyo editorial al *International Journal of Central Banking*.

Otra publicación periódica del BCE es el *Boletín de Investigación (Research Bulletin)*, que se emplea para difundir los trabajos de investigación que son de interés general para un público más amplio y que se publicó en marzo, junio y noviembre de 2010. Entre los temas que se abordaron se incluyen: los resultados de la red de investigación sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*); el análisis de los estímulos fiscales; temas de carácter financiero y sus efectos en la política monetaria (por ejemplo, el análisis de los riesgos implícitos en los precios de mercado, los criterios de aprobación del crédito y los mercados monetarios durante la crisis); la incorporación de fricciones financieras en los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico; y la combinación de predicciones²⁸.

En 2010, el BCE organizó por cuenta propia o en colaboración con otras instituciones 15 conferencias y seminarios sobre temas de investigación. Algunas de las conferencias las organizó el BCE en conjunción con el *Centre for Economic Policy Research (CEPR)*, el *Banco de Pagos Internacionales (BPI)* y otros bancos centrales, tanto del Eurosistema como no pertenecientes a él. Además, se organizaron un gran número de reuniones y seminarios para difundir los resultados de la investigación dentro del BCE. Al igual que en años anteriores, la mayor parte de las conferencias y los seminarios estuvieron relacionados con áreas específicas incluidas en las áreas de investigación prioritarias; sus programas y los trabajos presentados pueden consultarse en el sitio web del BCE²⁹.

Otro mecanismo tradicional para difundir los resultados de la investigación es la organización de series de seminarios, dos de las cuales tienen especial relevancia: los almuerzos-seminarios,

organizados conjuntamente con el *Deutsche Bundesbank* y el *Center for Financial Studies*, y los seminarios de investigadores invitados. En ambos casos se trata de seminarios semanales a los que se invita a investigadores externos para que presenten en el BCE sus trabajos más recientes. El BCE organiza, además, seminarios de investigación, de carácter más ad hoc, fuera del ámbito de las dos series mencionadas.

28 El conjunto completo de temas puede consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/pub/scientific/resbull/html/index.en.html>

29 Véase <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences>

6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

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

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 271 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento por parte de los 27 BCN de la Unión Europea y del BCE de las prohibiciones que se derivan de los artículos 123 y 124 del Tratado y de los Reglamentos (CE) nº 3603/93 y 3604/93 del Consejo. Con arreglo al artículo 123, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda por el BCE o los BCN. En virtud del artículo 124, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos comunitarios a las entidades financieras. En paralelo con el Consejo de Gobierno, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

El BCE supervisa, asimismo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público del propio Estado miembro, del sector público de otros Estados miembros y de organismos e instituciones comunitarias realizadas por los BCN de la UE en el mercado secundario. De conformidad con los considerandos del Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 123 del Tratado. Es decir, tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

El ejercicio de supervisión correspondiente a 2010 indica que los siguientes casos podría considerarse que incumplieron las disposiciones de los artículos 123 y 124 del Tratado y

de los Reglamentos del Consejo de la CE relacionados.

En primer lugar, en el Banco de Portugal se realizó un depósito a siete días por importe de 12,5 millones de dólares estadounidenses en una entidad de crédito del sector público portugués, el 13 de mayo de 2010. Esto fue consecuencia de un fallo operativo. En segundo lugar, el De Nederlandsche Bank realizó pagos a cuenta en el contexto de la operativa del sistema de garantía de depósitos holandés. Debe adoptarse, al efecto, legislación para que el sistema de garantía de depósitos de los Países Bajos cumpla con la prohibición de financiación monetaria. En tercer lugar, en el Central Bank of Cyprus la remuneración del saldo en cuenta corriente del sistema de garantía de depósitos se efectuó por encima de los tipos de interés de mercado comparables, lo que no es acorde con los objetivos de la prohibición de financiación monetaria. A este respecto, el Central Bank of Cyprus informó de que ha tomado la decisión de remunerar esta cuenta a tipos de mercado desde principios de 2012. En cuarto lugar, el sistema de remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas en la Banca d'Italia permitió que se remuneraran por encima de los tipos de mercado comparables. En este sentido, la Banca d'Italia indicó que el sistema de remuneración se está revisando en la actualidad. La revisión debería concluirse tan pronto como sea posible, con el fin de que el sistema sea acorde con los objetivos de la prohibición de la financiación monetaria.

En términos más generales, se ha de recordar que las prohibiciones recogidas en los artículos 123 y 124 del Tratado deben respetarse estrictamente, incluso en caso de una crisis financiera.

6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 127 y el apartado 5 del artículo 282 del Tratado dispone que el BCE sea consultado acerca de cualquier propuesta de acto jurídico de la UE o de proyecto de disposición

legal nacional que entre en su ámbito de competencia³⁰. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en el sitio web del BCE. Los dictámenes del BCE sobre propuestas de legislación de la UE también se publican en el Diario Oficial de la Unión Europea.

En 2010, el BCE adoptó 95 dictámenes sobre propuestas de actos jurídicos de la UE o proyectos de disposiciones legales nacionales que entran en el ámbito de competencias del BCE: diez de ellos sobre propuestas de legislación de la UE y 85 sobre proyectos de disposiciones legales nacionales. En 2009 se emitieron 100 dictámenes. En uno de los anexos a este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en 2010 y a principios de 2011.

Los dictámenes del BCE emitidos a solicitud del Consejo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea se refieren, entre otros aspectos, a las reformas de la gobernanza económica y de la regulación financiera que están en marcha, así como a la legislación sobre la introducción del euro en Estonia y el tipo de conversión entre el euro y la corona estonia³¹ (véase capítulo 3).

El BCE acogió con satisfacción la propuesta de la Comisión Europea de mejorar la calidad de los datos estadísticos en el contexto del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, como parte de la reforma continua de la gobernanza económica de la UE³². En otro dictamen³³, el BCE elogió un paquete completo de propuestas legislativas para reforzar el marco de supervisión económica y presupuestaria en la UE. Estas propuestas incluyen la introducción de un marco para la supervisión macroeconómica, que el BCE acogió con especial beneplácito, pues completa una importante laguna en la gobernanza económica de la UE. Al mismo tiempo, el BCE solicitó a los legisladores y a los Estados miembros de la UE que aprovecharan el proceso legislativo en marcha para fortalecer la gobernanza económica en el mayor grado posible permitido por los Tratados. El BCE señaló que las propuestas efectuadas deberían facilitar un mayor automatismo y sugirió, en particular, que el Consejo, o al menos el Eurogrupo,

debería comprometerse, a través de una declaración, a seguir, por norma, las propuestas y recomendaciones de la Comisión para continuar con los procedimientos contra los Estados miembros que incumplen sus obligaciones. El BCE también realizó algunas sugerencias de redacción respecto de todas las propuestas.

En lo que respecta a la supervisión en la UE, el BCE apoyó el objetivo de la “directiva ómnibus” propuesta que modifica 11 directivas del sector financiero con el fin de asegurar al funcionamiento adecuado de las autoridades europeas de supervisión y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)³⁴. Los borradores de propuestas del BCE se centraron en cuestiones de relevancia para el BCE/SEBC y la JERS, como la eliminación de los obstáculos legales para el intercambio de información entre el BCE/SEBC, la JERS, las tres autoridades europeas de supervisión y las autoridades supervisoras nacionales. El BCE también formuló comentarios acerca de las necesarias modificaciones en las normas sobre la supervisión adicional de las entidades financieras que forman parte de un conglomerado financiero, a fin de completar algunas lagunas en materia de supervisión, como, por ejemplo, la inclusión de las sociedades gestoras de activos que son parte de conglomerados financieros dentro del ámbito de la supervisión³⁵.

En el contexto de las reformas regulatorias del mercado de servicios financieros posteriores a la crisis, el BCE emitió dictámenes sobre varias propuestas, entre las que se incluían la revisión de los requerimientos de capital regulatorio y la regulación de las agencias de calificación crediticia³⁶. El BCE apoyó los

30 De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que se anexa al Tratado, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido, DO C 83, de 30.3.2010, p. 284.

31 CON/2010/52.

32 CON/2010/28.

33 CON/2011/13. Véase también el capítulo 5 del presente Informe Anual.

34 CON/2010/23.

35 CON/2011/6.

36 CON/2010/65 y CON/2010/82.

esfuerzos encaminados a crear un marco regulador sólido para evitar crisis financieras en el futuro, al tiempo que exigía el mantenimiento de la igualdad de condiciones y la convergencia regulatoria global siempre que fuera factible. El BCE destacó la necesidad de mantener prácticas de valoración del riesgo adecuadas para los activos incluidos en el sistema de activos de garantías del Eurosistema, entre las que se encuentra la posibilidad de que los bancos centrales tengan acceso a información sobre los instrumentos de financiación estructurada a nivel de préstamos individuales. En lo que se refiere a la propuesta de reglamento sobre derivados OTC, entidades de contrapartida central y registro de operaciones, el BCE acogió con satisfacción esta medida encaminada a implantar el acuerdo del G 20 de septiembre de 2009 relativo a que los derivados OTC normalizados deben negociarse en Bolsas o en plataformas de negociación electrónicas, cuando proceda, y liquidarse a través de entidades de contrapartida central para finales de 2012³⁷. Sin embargo, el BCE expresó también su preocupación, en particular, sobre la falta de consideración de las facultades de vigilancia del BCE y de los BCN y respecto a las disposiciones sobre el acceso a las facilidades de los bancos centrales.

El BCE también respondió a un significativo número de consultas de las autoridades nacionales, algunas de las cuales se referían al desarrollo de las estructuras supervisoras en Irlanda, Grecia, Francia y Austria³⁸. El BCE tomó nota de la fusión de las autoridades de supervisión en Francia y se felicitó de la nueva Autoridad de Control Prudencial que presidirá el gobernador de la Banque de France³⁹. El marco propuesto probablemente refuerce la capacidad de la Banque de France de proporcionar apoyo analítico a la JERS. El BCE también se congratuló de la propuesta de reestructuración del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland⁴⁰, para que el banco central sea totalmente responsable de la supervisión de las entidades financieras y de crédito. El BCE realizó comentarios detallados sobre la

independencia del banco central y la prohibición de la financiación monetaria.

El BCE fue consultado también sobre distintas medidas relativas a la estabilidad del mercado financiero, algunas de ellas en relación con la crisis financiera⁴¹. En concreto, el BCE formuló un dictamen⁴² sobre el proyecto de legislación griego por el que se establece el Fondo de Estabilidad Financiera para mantener la estabilidad del sistema bancario griego mediante la recapitalización de las entidades de crédito. El BCE acogió con satisfacción los estrechos vínculos entre el Fondo y el marco de supervisión bancaria. La ley debería garantizar que los requerimientos de adecuación del capital se mantengan apropiadamente, teniendo en cuenta la actual facultad en materia de supervisión del Bank of Greece. El BCE también se congratuló del papel iniciador del gobernador del Bank of Greece en el nombramiento de los miembros del Consejo del Fondo.

Al comentar el proyecto de disposición legal de Alemania sobre los sistemas de remuneración de las entidades financieras y de crédito y las empresas de seguros⁴³, el BCE puso de relieve la importancia general de ajustar los requisitos relevantes con los estándares internacionales y con la legislación de la UE para evitar el arbitraje regulatorio y contribuir a limitar la asunción excesiva de riesgos. Otros dictámenes sobre los procedimientos aplicables a las entidades de crédito con dificultades financieras subrayaron la importancia de contar con un régimen eficiente de resolución de crisis

37 CON/2011/1.

38 CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/33, CON/2010/4 y CON/2010/57.

39 CON/2010/4.

40 CON/2010/30 y CON/2010/48.

41 CON/2010/3, CON/2010/7, CON/2010/10, CON/2010/11, CON/2010/12, CON/2010/21, CON/2010/26, CON/2010/29, CON/2010/31, CON/2010/35, CON/2010/41, CON/2010/45, CON/2010/50, CON/2010/53, CON/2010/54, CON/2010/62, CON/2010/63, CON/2010/64, CON/2010/71, CON/2010/75, CON/2010/83, CON/2010/86, CON/2010/92, CON/2010/93 y CON/2010/95.

42 CON/2010/54.

43 CON/2010/41 y CON/2010/63.

para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero⁴⁴. En sus dictámenes sobre un nuevo régimen de liquidación para las entidades de crédito con dificultades en Dinamarca⁴⁵ y sobre la reestructuración bancaria en Alemania⁴⁶, el BCE acogió favorablemente la mayor desvinculación del Estado respecto de los regímenes de resolución basados principalmente en la financiación por parte del sector de las entidades de crédito. En aquellos casos en que una situación de crisis requiera el uso adicional de fondos públicos, se debería exigir al sector bancario que lo devolviera al Estado, con ello se fomentaría una disciplina de mercado adicional y se abordaría el problema de riesgo moral. En su dictamen sobre las modificaciones propuestas de las medidas de apoyo estatal en Polonia⁴⁷, el BCE expresó su preocupación acerca de que estas medidas se convirtieran efectivamente en medidas permanentes, contrariamente a los requerimientos de que las medidas nacionales de apoyo sean temporales. Al evitar la renovación de un régimen temporal, la prolongación de dicho régimen se vería privado de la revisión necesaria en relación con las cuestiones de política monetaria y de estabilidad financiera.

Por lo que respecta al ámbito de las estadísticas, se consultó al BCE sobre el establecimiento del Sistema Estadístico Heleno y de una autoridad estadística independiente en Grecia⁴⁸. El BCE hizo hincapié en que la credibilidad de la vigilancia presupuestaria en la UE y, en última instancia, la credibilidad y el buen funcionamiento de la Unión Monetaria, depende de la compilación fiable y oportuna de las estadísticas relativas al procedimiento de déficit excesivo, que deberían ser independientes de los ciclos políticos.

En su dictamen sobre el nuevo marco legal sobre la elaboración de las estadísticas nacionales en Estonia⁴⁹, el BCE destacó la importancia de asegurar la independencia del Instituto Nacional de Estadística de Estonia, ya que ello sería de especial relevancia para el funcionamiento fluido del marco de la Unión Económica y Monetaria tras la adopción del euro⁵⁰.

El BCE adoptó varios dictámenes sobre los BCN, incluidas las modificaciones de los Estatutos de los BCN de Bulgaria, Dinamarca, Estonia, Irlanda, Francia, Lituania, Hungría y Polonia⁵¹. El BCE apuntó que la incertidumbre relativa a la situación jurídica de las propiedades inmobiliarias del Lietuvos bankas socava la independencia institucional y financiera de los BCN⁵². El BCE se felicita del incremento del capital y las reservas estatutarias de la Banque de France⁵³. Varios dictámenes se ocuparon de la remuneración de los empleados de los BCN en el contexto de la legislación encaminada a restablecer el equilibrio presupuestario⁵⁴. El BCE elogió los esfuerzos para alcanzar la consolidación fiscal y subrayó que, para proteger la autonomía de un BCN en materia de personal, los borradores de disposiciones legislativas sobre remuneración de los empleados de los BCN deben decidirse en estrecha y efectiva colaboración con el BCN, tomando debidamente en cuenta las opiniones del BCN para garantizar que pueda desempeñar de manera independiente y continuada las tareas que le han sido encomendadas por el Tratado, los Estatutos del SEBC y la legislación nacional. En su dictamen relativo a las medidas de austeridad de Portugal⁵⁵, el BCE explicó en mayor detalle la necesidad de una colaboración efectiva y destacó que la ausencia de dicha colaboración constituiría un incumplimiento grave del principio de independencia del banco central. Por lo que respecta a Hungría, el BCE expresó su preocupación sobre los frecuentes cambios

44 CON/2010/12, CON/2010/31 y CON/2010/35.

45 CON/2010/45.

46 CON/2010/83.

47 CON/2010/95.

48 CON/2010/17.

49 CON/2010/2.

50 El BCE también fue consultado acerca de varios proyectos de disposición legal en relación con los preparativos para la introducción del euro en Estonia. Para más información, véase el capítulo 3.

51 CON/2010/25, CON/2010/24, CON/2010/20, CON/2010/30, CON/2010/48, CON/2010/44, CON/2010/42, CON/2010/56, CON/2010/91 y CON/2010/37.

52 CON/2010/42.

53 CON/2010/88.

54 CON/2010/42, CON/2010/51, CON/2010/56, CON/2010/69 y CON/2010/80.

55 CON/2010/80.

observados en la Ley del Magyar Nemzeti Bank, afirmando que una de las consideraciones en el contexto de la independencia del banco central es contar con un marco jurídico estable en esta materia, y advirtió sobre las medidas dirigidas a influir en el gobernador y en otros miembros de los órganos rectores del Magyar Nemzeti Bank contrarias al concepto de independencia del banco central recogido en el artículo 130 del Tratado⁵⁶. El BCE también observó que los recortes salariales de los empleados de los BCN deben atenerse a la prohibición de financiación monetaria contemplada en el artículo 123 del Tratado⁵⁷.

Desde 2008, el Informe Anual incluye información relativa a los casos claros e importantes⁵⁸ de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre propuestas de actos jurídicos de la UE o proyectos de disposiciones legales nacionales.

En 2010, el BCE contabilizó dos casos de incumplimiento de la obligación de consultar sobre propuestas de legislación de la UE, incluido un caso en el que el BCE emitió un dictamen por iniciativa propia. El primer caso de incumplimiento se refiere a la propuesta de Reglamento de la Comisión por la que se aplica el Reglamento (CE) n° 177/2008 que establece un marco común para los registros de empresas utilizados con fines estadísticos en el contexto del intercambio de datos confidenciales entre Eurostat y los bancos centrales⁵⁹. El BCE considera que el Reglamento es relevante para la cooperación entre el BCE y las instituciones, organismos, oficinas y agencias de la UE para la recogida de las estadísticas necesarias para llevar cabo las funciones del SEBC de conformidad con el artículo 5 de los Estatutos del SEBC y que, por tanto, debería haberse efectuado una consulta en la fase adecuada del proceso legislativo.

El segundo caso de incumplimiento se refiere a la propuesta de directiva que modifica las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de

remuneración⁶⁰. El BCE había sido consultado sobre una versión previa de la Directiva y había emitido un dictamen⁶¹ el 12 de noviembre de 2009. El 7 de julio de 2010, el Parlamento Europeo adoptó la directiva, que contenía varias modificaciones, y que, posteriormente se sometió a la adopción formal del Consejo⁶². En vista de la obligación de volver a consultar al BCE sobre modificaciones de importancia introducidas en propuestas de actos jurídicos que entran dentro de sus ámbitos de competencia, el 6 de agosto de 2010, el BCE emitió un dictamen por iniciativa propia sobre la propuesta modificada⁶³.

En 2010, el BCE contabilizó diez casos de incumplimiento de la obligación de consultar sobre proyectos de disposiciones legales nacionales y emitió dictámenes por iniciativa propia. Los cinco casos siguientes se consideraron claros e importantes.

Las autoridades búlgaras no consultaron al BCE sobre la legislación relativa a la composición y funciones de la Comisión de Supervisión Financiera y, en particular, sobre los parámetros del Consejo Asesor de Estabilidad Financiera, un asunto de importancia general para el SEBC.

56 CON/2010/91.

57 CON/2010/51, CON/2010/69 y CON/2010/80.

58 El BCE entiende por «claros» los casos en los que no existe duda legal alguna de que el BCE debería haber sido consultado, y por «importantes», aquellos casos: i) en que, si se hubiera efectuado la consulta, el BCE habría expresado comentarios críticos sobre aspectos esenciales de la propuesta de legislación, o ii) relevancia general para el SEBC.

59 Reglamento (UE) n° 1097/2010 de la Comisión, de 26 de noviembre de 2010, por el que se aplica el Reglamento (CE) n° 177/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, que establece un marco común para los registros de empresas utilizados con fines estadísticos, en lo que respecta al intercambio de datos confidenciales entre la Comisión (Eurostat) y los bancos centrales. OJ L 312, de 27.11.2010, p. 1.

60 COM(2009) 362 final.

61 CON/2009/94.

62 Directiva 2010/76/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 2007/48/CE y 2009/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración. DO L 329, de 14.12.2010, p.3.

63 CON/2010/65.

El BCE no fue consultado sobre una Ley portuguesa por la que se le atribuyen nuevas funciones al banco central. La ley es de trascendencia general para el SEBC, ya que se refiere a la independencia financiera del BCN, y el BCE habría efectuado comentarios críticos de relevancia.

En lo que respecta a las medidas relacionadas con la crisis financiera, no se consultó al BCE en tres ocasiones. Las autoridades griegas no consultaron al BCE en dos ocasiones: en primer lugar, un proyecto de ley sobre la reforma del sistema de contratación del personal en el sector público, que afectaba a la competencia exclusiva del Bank of Greece para contratar a una categoría específica de empleados, y en segundo lugar, el proyecto de ley que preveía, entre otros asuntos, restricciones en la contratación de personal por parte de instituciones del sector público, incluido el Bank of Greece, como una medida para contener los efectos adversos de la actual crisis presupuestaria. Las autoridades eslovenas no consultaron al BCE sobre una legislación relativa a la concesión de garantías del Estado y de préstamos a las entidades de crédito. El BCE considera que estos casos son de trascendencia general para el SEBC, ya que se refieren a la crisis financiera y a las medidas de rescate adoptadas por los Estados Miembros.

Por lo que se refiere a 2010, la información relativa a casos claros y repetitivos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE se encuentra también incluida en el Informe Anual. Los casos repetitivos son aquellos en los que el mismo Estado Miembro no consulta al BCE al menos en tres ocasiones durante dos años consecutivos, con al menos un caso de incumplimiento en cada uno de los años considerados. El BCE contabilizó, tanto para Grecia como para Hungría, dos casos de incumplimiento de la obligación de consultar sobre proyectos de legislación nacional en 2009 y tres casos en 2010.

6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO DE LA UNIÓN EUROPEA Y DE LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA, Y DE LOS PRÉSTAMOS BILATERALES MANCOMUNADOS CONCEDIDOS A LA REPÚBLICA HELÉNICA

De conformidad con el apartado 2 del artículo 141 del Tratado, con los artículos 17, 21.2, 43.1 y 46.1 de los Estatutos del SEBC y con el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, modificado por el Reglamento (CE) n° 431/2009 del Consejo, de 18 de mayo de 2009, el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo concluidas por la UE con arreglo al mecanismo de ayuda financiera a medio plazo, según establece la Decisión BCE/2003/14, de 7 de noviembre de 2003, modificada por la Decisión BCE/2009/17, de 19 de junio de 2009. En 2010, el BCE recibió por cuenta de la UE cuatro pagos y los transfirió a los países prestatarios (Rumanía y Letonia). En el caso de ocho de los préstamos concedidos en virtud de este mecanismo, el plazo para el pago de intereses venció y el BCE realizó los procesos correspondientes. El importe total del saldo vivo de las operaciones de préstamo de la UE en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo, a 31 de diciembre de 2010, ascendía a 12,1 mm de euros.

En el contexto del acuerdo de préstamo suscrito entre los Estados miembros cuya moneda es el euro⁶⁴ y el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)⁶⁵ como prestamistas y la República Helénica como prestatario y el Bank of Greece como agente del prestatario, y de conformidad con los artículos 17 y 21.2 de los Estatutos del SEBC y del artículo 2 de la Decisión BCE/2010/4 de 10 de mayo de 2010, el BCE es responsable

⁶⁴ Distintos de la República Helénica y la República Federal de Alemania.

⁶⁵ Actuando por interés público, sujeto a instrucciones y con la garantía de la República Federal de Alemania.

de procesar todos los pagos relacionados por cuenta de los prestamistas y del prestatario. En 2010, el BCE recibió dos pagos de los prestamistas y los transfirió al prestatario. En el caso de ambos préstamos, el plazo para el pago de intereses venció y el BCE realizó los procesos correspondientes. El saldo vivo, a 31 de diciembre de 2010, de los préstamos bilaterales mancomunados concedidos a la República Helénica ascendía a 21 mm de euros.

De acuerdo con el apartado 2 del artículo 122, con el apartado 1 del artículo 132 del Tratado, con los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC y con el artículo 8 del Reglamento (UE) nº 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010, el BCE es responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo concluidas por la UE con arreglo al Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés). El BCE abrió una cuenta a nombre de la Comisión Europea en este contexto, de conformidad con el artículo 2 de la Decisión BCE/2010/17, de 14 de octubre de 2010. En 2010 no se llevó a cabo ninguna operación en virtud del EFSM.

De conformidad con los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC (en conjunción con el apartado 5 del artículo 3 del Acuerdo Marco del EFSM), el BCE es responsable de la gestión de los préstamos concedidos por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) a los Estados miembros cuya moneda sea el euro. El BCE abrió una cuenta a nombre de la EFSF, de conformidad con el artículo 1 de la Decisión BCE/2010/15 de 21 de septiembre de 2010. En 2010 no se llevó a cabo ninguna operación en virtud de la EFSF.

6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA

En 2010 se siguió prestando una amplia gama de servicios dentro del marco establecido en el año 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en euro de los clientes del

Eurosistema. El conjunto completo de servicios –a disposición de los bancos centrales, de las autoridades monetarias y de los organismos públicos situados fuera de la zona del euro, así como de las organizaciones internacionales– es ofrecido por los bancos centrales nacionales del Eurosistema (proveedores de servicios el Eurosistema) en condiciones uniformes conforme a los estándares generales del mercado. El BCE desempeña una función de coordinación general y garantiza el buen funcionamiento del marco. El número de clientes de los servicios del Eurosistema permaneció estable en 2010. Con respecto a los servicios prestados, el total de saldos de efectivo (incluidos los depósitos) y de valores experimentó un ligero incremento.



Vista del Grossmarkthalle desde el sur, antes de que comenzaran los principales trabajos de construcción. El antiguo Grossmarkthalle, el mercado mayorista de frutas y verduras, es un edificio catalogado que se construyó entre 1926 y 1928 según proyecto del profesor Martin Elsaesser.

CAPÍTULO 3

INCORPORACIÓN DE ESTONIA A LA ZONA DEL EURO

I EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN ESTONIA

El 13 de julio de 2010, el Consejo de la Unión Europea adoptó una Decisión por la que se autorizaba a Estonia a adoptar el euro como moneda a partir del 1 de enero de 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó de 16 a 17. La Decisión del Consejo se basó en los informes de convergencia elaborados por el BCE y la Comisión Europea en mayo de 2010 y fue precedida de debates en el Consejo Europeo, de un Dictamen del Parlamento Europeo, de una propuesta de la Comisión Europea y de una recomendación del Eurogrupo. Ese mismo día, el Consejo adoptó también un Reglamento por el que se fijaba el tipo de conversión irrevocable entre la corona estonia y el euro en 15,6466 coronas por euro, siendo esa la paridad central que se aplicó a la corona estonia a lo largo de la participación del país en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II).

Durante varios años, Estonia registró uno de los crecimientos más rápidos de las economías de la UE. Sin embargo, la fuerte expansión económica, con claras señales de recalentamiento en el período 2005-2007, resultó ser insostenible. En 2007, el crecimiento económico había empezado a desacelerarse, aunque seguía siendo vigoroso. Debido a esta situación macroeconómica insostenible y al colapso del comercio mundial, Estonia experimentó un pronunciado cambio de tendencia en la actividad económica y una marcada contracción en 2009 (véase cuadro 14). En consecuencia, Estonia sufrió un importante ajuste económico que contribuyó a la corrección de algunos de los desequilibrios externos e internos que se habían acumulado en los años de acelerado crecimiento. En 2010, la actividad económica empezó a recuperarse: el crecimiento interanual del PIB real se tornó positivo en el segundo trimestre de 2010, situándose en el

Cuadro 14 Principales indicadores económicos de Estonia

(tasas de variación interanual salvo indicación en contrario medias del período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Crecimiento del PIB real	-0,3	10,0	7,5	7,9	7,6	7,2	9,4	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1 ³⁾
<i>Contribución al crecimiento del PIB real (puntos porcentuales)</i>												
Demanda interna (excluidas existencias)	-4,3	8,0	7,0	12,5	10,7	7,3	10,1	15,8	7,7	-7,3	-19,6	.
Demanda exterior neta	5,3	-1,1	-2,9	-5,9	-2,7	-0,7	-0,5	-6,0	-5,6	5,7	11,3	.
Inflación, medida por el IAPC	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7
Remuneración por asalariado	9,1	14,5	9,6	9,1	11,7	12,2	10,9	14,1	24,6	10,1	-3,3	.
Costes laborales unitarios nominales	4,6	2,5	2,9	2,4	5,3	4,6	3,4	8,7	17,4	16,3	1,1	.
Deflactor del PIB	7,5	4,5	5,3	3,3	4,2	3,6	5,5	8,3	10,5	7,2	-0,1	.
Deflactor de las importaciones	1,4	5,8	2,0	-0,1	-0,2	1,5	3,3	4,1	3,3	5,9	-1,1	.
Tasa de paro (porcentaje de la población activa)	11,3	13,6	12,6	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	13,8	16,9
Empleo total	-4,4	-1,5	0,8	1,3	1,5	0,0	2,0	5,4	0,8	0,2	-9,9	.
Cuenta corriente y cuenta de capital (en porcentaje del PIB)	-4,3	-4,9	-4,9	-10,1	-10,6	-10,6	-9,2	-13,2	-16,2	-8,7	7,3	.
Saldo presupuestario de las AA PP (en porcentaje del PIB) ²⁾	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,4	2,5	-2,8	-1,7	-1,0
Deuda pública (en porcentaje del PIB) ²⁾	6,0	5,1	4,8	5,7	5,6	5,0	4,6	4,4	3,7	4,6	7,2	8,0
Tipo de interés nominal a tres meses del mercado monetario (porcentaje)	7,8	5,7	5,3	3,9	2,9	2,5	2,4	3,2	4,9	6,7	5,9	1,6
Tipo de cambio nominal frente al euro ¹⁾	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6

Fuentes: BCE, Eurostat y Comisión Europea.

1) Coronas estonias por euro.

2) Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2010.

3) Estimación preliminar.

6,6% en el cuarto trimestre. Por lo que se refiere al sector exterior, Estonia registró un elevado déficit medio del 10% del PIB en el agregado de la cuenta corriente y de capital entre 2000 y 2008. La corrección de estos elevados déficits ha sido un aspecto clave del necesario proceso de ajuste por el que ha pasado Estonia tras el período de recalentamiento. Después de producirse una fuerte caída de la demanda interna, que provocó una reducción de las importaciones, el déficit disminuyó y se tornó en un superávit, que se situó en el 8,4% del PIB en el tercer trimestre de 2010.

A lo largo de la pasada década, la evolución de la inflación en la economía estonia se caracterizó por una pronunciada volatilidad. La inflación, medida por el IAPC, que había mostrado, en general, una tendencia a la baja entre mediados de los años noventa y 2003, comenzó a aumentar en 2004, como resultado de la subida de los precios administrados, relacionada, en parte, con la adhesión a la UE, con el aumento de los precios de la energía y con las señales de recalentamiento. En 2008, pese a una acusada desaceleración del crecimiento, la inflación siguió elevándose, hasta alcanzar el 10,6%, reflejo del incremento de los precios internacionales de las materias primas, de las medidas de armonización fiscal y de la respuesta retardada de los salarios al entorno económico cambiante. A medida que la economía se encaminaba cada vez más hacia la recesión, la inflación interanual descendió rápidamente y se tornó negativa durante algunos meses, alcanzando un promedio del 0,2% en 2009. En el segundo semestre de 2010, la inflación, medida por el IAPC, volvió a aumentar de forma significativa, reflejo del impacto de la subida de los precios de las materias primas en los mercados mundiales, del incremento de los precios administrados y de los impuestos especiales, así como de la recuperación de la actividad económica. En el conjunto del año 2010, la inflación, medida por el IAPC, se situó en el 2,7%.

Como consecuencia del pronunciado ajuste económico que se ha producido en los últimos años, Estonia registra actualmente una elevada tasa de desempleo, que se situó en un promedio del 13,6% en el cuarto trimestre de 2010. Aunque el mercado de trabajo estonio es relativamente flexible, siguen existiendo diferencias regionales en el empleo y el desempleo y desequilibrios en las cualificaciones. Estos factores contribuyeron al fuerte crecimiento de los salarios observado en el período 2005-2008. La debilidad de la actividad económica y el aumento del desempleo han propiciado una intensa desaceleración del crecimiento de los salarios tanto en el sector público como en el privado. Este ajuste es necesario para asegurar que el elevado nivel de desempleo que se registra temporalmente en Estonia no llegue a ser permanente.

En el período 2000-2009, Estonia llevó a cabo una política fiscal generalmente sólida, logrando así presupuestos próximos al equilibrio o con superávit hasta 2007. No obstante, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas se deterioró en 2008, en conjunción con la marcada recesión económica. El déficit público aumentó hasta el 2,8% del PIB en 2008, para descender posteriormente hasta el 1,7% del PIB en 2009, como resultado de las contundentes medidas de consolidación adoptadas por el Gobierno, que supusieron cerca del 9% del PIB (del que se estima que aproximadamente una tercera parte fue de carácter temporal). El déficit llegó entonces a ser uno de los más bajos de la zona del euro en 2009 y Estonia es uno de los pocos países de la UE que actualmente no está sometido a un procedimiento de déficit excesivo. La ratio de deuda pública en relación con el PIB se situó en el 7,2% del PIB en 2009. Según la Comisión Europea, en 2010, el déficit público de Estonia descenderá probablemente hasta el 1% del PIB, mientras que se estima que la deuda pública bruta se situará en el 8% del PIB. De cara al futuro, será necesario adoptar medidas adicionales de consolidación, a fin de volver a una situación de superávit, en línea con

el objetivo de medio plazo para 2013, lo que permitirá a Estonia mantener la sostenibilidad de sus finanzas públicas.

Las decisiones de política económica y monetaria desempeñaron un papel importante en la determinación del proceso de convergencia de Estonia en la pasada década. Con la adopción de un sistema de *currency board* en 1992, la corona quedó vinculada, primero, al marco alemán y, después de 1999, al euro. Además, la orientación de la política monetaria hacia la consecución de la estabilidad de precios, como objetivo primordial de dicha política, quedó recogida en la ley del banco central de 2003. Sin embargo, durante el período 2005-2008, la política monetaria de Estonia, con el sistema de *currency board*, se volvió, en general, demasiado expansiva. Pese a registrarse unos saldos presupuestarios relativamente saneados, la orientación general de la política monetaria del país no fue lo suficientemente restrictiva como para contener las presiones de la demanda y sustentar la estabilidad de precios. Ello contribuyó a un excesivo crecimiento del crédito y al aumento de los precios de los activos, especialmente en los mercados de la vivienda, produciéndose después la corrección de estos desequilibrios en el contexto de una grave recesión.

El marco de la política monetaria del Eesti Pank implicaba una influencia directa de las decisiones de tipos de interés del BCE sobre la economía estonia. Durante muchos años, los tipos de interés del mercado monetario de Estonia habían seguido, en general, la evolución de los tipos correspondientes de la zona del euro. Sin embargo, tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008, las primas de riesgo se elevaron, los tipos de mercado se despegaron cada vez más de los

tipos de los mercados monetarios de la zona del euro y se ampliaron los diferenciales con respecto a la zona. A partir de noviembre de 2009, los diferenciales del mercado monetario comenzaron a estrecharse de forma significativa, reflejo de las medidas de consolidación fiscal, de la disminución de la aversión al riesgo a escala mundial y de cambios en las expectativas de los mercados acerca de las perspectivas de adopción del euro por parte de Estonia. Con algunas fluctuaciones, este estrechamiento llevó gradualmente a la convergencia de los tipos de interés del mercado monetario estonio con la zona del euro.

Para aprovechar plenamente las ventajas del euro y para que los mecanismos de ajuste funcionen eficientemente dentro de la zona del euro ampliada, Estonia necesita instrumentar políticas económicas totalmente orientadas a garantizar la sostenibilidad del proceso de convergencia. A este respecto es fundamental asegurar un entorno de baja inflación. Es esencial que otras políticas, aparte de la política monetaria, pongan a la economía estonia en condiciones de resistir posibles perturbaciones específicas del país y que eviten la reaparición de desequilibrios macroeconómicos. Cabe destacar que las autoridades estonias han declarado públicamente que su objetivo prioritario es asegurar un entorno económico que fomente un crecimiento sostenible del producto y del empleo a medio plazo, en un contexto de equilibrio macroeconómico y de estabilidad de precios. A estos efectos, las autoridades estonias han de comprometerse a: i) adoptar medidas adicionales de consolidación fiscal; ii) seguir realizando reformas estructurales; y iii) continuar reforzando las políticas dirigidas al sector financiero para garantizar la estabilidad financiera y evitar la formación de posibles riesgos.

REPERCUSIONES ESTADÍSTICAS DE LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO PARA INCLUIR A ESTONIA

La incorporación de Estonia a la zona del euro el 1 de enero de 2011 constituye la quinta ocasión en la que ha habido que modificar las series estadísticas de la zona para incluir nuevos países miembros (Grecia se incorporó en 2001, Eslovenia en 2007, Chipre y Malta en 2008 y Eslovaquia en 2009). La preparación de las estadísticas correspondientes a la zona del euro ampliada se ha realizado, cuando ha sido necesario, en coordinación con la Comisión Europea.

La incorporación de Estonia a la zona del euro significa que los residentes en este país (personas tanto físicas como jurídicas) se han convertido en residentes en la zona. Ello afecta a aquellas estadísticas que recogen las operaciones (flujos) y las posiciones de los residentes en la zona del euro entre sí y frente a no residentes en la zona, como las estadísticas monetarias, las de balanza de pagos y de posición de inversión internacional, así como las cuentas financieras. En estos casos, las operaciones y posiciones entre residentes en Estonia y otros residentes en la zona del euro habrán de «consolidarse» para garantizar una adecuada definición de residencia en la zona del euro en todas las estadísticas correspondientes.

A partir de enero de 2011, Estonia debe cumplir todos los requerimientos estadísticos del BCE, es decir, proporcionar datos nacionales totalmente armonizados y comparables¹. Dado que el trabajo preparatorio para las nuevas estadísticas requiere plazos muy largos, el Eesti Pank y el BCE iniciaron los preparativos en esta materia mucho antes de que Estonia se incorporara a la UE. Tras convertirse en miembro del SEBC en 2004, el Eesti Pank intensificó sus trabajos preparatorios para cumplir los requerimientos del BCE en materia de estadísticas monetarias y financieras, exteriores, de finanzas públicas y de cuentas financieras. Además, el Eesti Pank tuvo que llevar a cabo los preparativos necesarios para la integración de las instituciones de crédito estonias en el sistema de reservas mínimas del BCE y para el cumplimiento de dichas entidades con los requerimientos estadísticos pertinentes.

Para las instituciones informantes y para los BCN de los otros países de la zona del euro, la ampliación de la zona significa que, a partir de enero de 2011, tienen que informar de las operaciones (o flujos) y de las posiciones frente a residentes de Estonia considerándolas como parte de los datos de la zona del euro y no como operaciones y posiciones frente a no residentes en la zona, como lo hacían anteriormente.

Además, Estonia y todos los demás países de la zona del euro tuvieron que proporcionar datos históricos con suficiente distribución geográfica y detalle por sectores, al menos desde 2004, año en el que Estonia se incorporó a la UE. Estos datos históricos permitirán elaborar los agregados de la zona del euro en su nueva composición para algunos años anteriores a la ampliación.

Por lo que respecta a la publicación de estadísticas de la zona del euro, el BCE ha facilitado a los usuarios acceso en tiempo real a dos conjuntos de series temporales, una que contiene datos correspondientes a la zona del euro tal como se define en la actualidad (es decir, incluida Estonia) y que abarca las series históricas más largas disponibles, y otra que enlaza las diversas composiciones de la zona del euro, comenzando con los once países que la integraron originalmente en 1999.

1 Los requerimientos estadísticos del BCE se resumen en el documento titulado «ECB statistics: an overview», abril de 2010.

2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL EESTI PANK EN EL EUROSISTEMA

De conformidad con el artículo 140 del Tratado, el BCE examinó la compatibilidad de los estatutos del Eesti Pank, y de otras disposiciones legales estonias relevantes, con el artículo 131 del Tratado. El BCE hizo una valoración positiva de la compatibilidad de la legislación estonia con el Tratado y con los Estatutos del SEBC, bajo la asunción de que futuras modificaciones de la legislación estonia entrarían en vigor a tiempo, tal y como se recoge en el Informe de Convergencia publicado en mayo de 2010. El BCE tomó nota de que el Parlamento estonio adoptó estas modificaciones legislativas el 22 de abril de 2010.

El BCE y el Eesti Pank adoptaron una serie de instrumentos jurídicos con el objeto de garantizar la integración del Eesti Pank en el Eurosistema el 1 de enero de 2011. El marco jurídico del Eurosistema se adaptó como consecuencia de la decisión de suprimir la excepción a favor de Estonia adoptada por el Consejo ECOFIN el 13 de julio de 2010¹. El BCE adoptó los instrumentos jurídicos necesarios relativos al desembolso del importe restante de su contribución al capital suscrito del BCE y a la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE², y estableció la clave de asignación de billetes aplicable a partir del 1 de enero de 2011³. Con arreglo al artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno adoptó una recomendación relativa al auditor externo de las cuentas anuales del Eesti Pank a partir del ejercicio financiero de 2011⁴. Asimismo, el BCE revisó su marco jurídico e introdujo las modificaciones necesarias derivadas de la integración del Eesti Pank en el Eurosistema. Ello incluye una revisión de la legislación estonia de desarrollo del marco jurídico del Eurosistema para la política monetaria y TARGET2, haciendo, así, posible la participación de las entidades de contrapartida estonias en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema a partir del 3 de enero de 2011. El BCE adoptó también una Decisión relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de

la introducción del euro en Estonia⁵. Por último, el Eesti Pank concluyó su participación en el Acuerdo sobre el MTC II⁶.

La introducción del euro en Estonia y la integración de su banco central en el Eurosistema requirieron también la modificación de algunos instrumentos jurídicos estonios. Se consultó al BCE acerca de la legislación nacional relativa a la regulación del cambio de moneda, de las normas de redondeo y de la circulación del efectivo en Estonia, así como del marco de reservas mínimas⁷.

Al final de 2010, el Eesti Pank había adaptado su Ley y sus estatutos conforme a las recomendaciones formuladas en los Informes de Convergencia del BCE de 2004, 2006, 2008 y 2010. El Eesti Pank consultó al BCE acerca de los proyectos de modificaciones de su Ley y sus estatutos el 10 de febrero de 2010 y el BCE emitió un Dictamen en el que proponía modificaciones, que quedaron recogidas en la versión final de la Ley y los estatutos⁸.

1 Decisión 2010/416/UE del Consejo, de 13 de julio de 2010, de conformidad con el artículo 140, apartado 2, del Tratado sobre la adopción del euro por Estonia el 1 de enero de 2011, DO L 196, 28.7.2010, p. 24.

2 Decisión BCE/2010/34, de 31 de diciembre de 2010, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Eesti Pank, DO L 11, 15.1.2011, p. 58.

3 Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (refundición), DO L 35, 9.2.2011, p. 26.

4 Recomendación BCE/2010/16, de 8 de octubre de 2010, al Consejo de la Unión Europea, sobre el auditor externo del Eesti Pank, DO C 282, 19.10.2010, p. 1.

5 Decisión BCE/2010/18, de 26 de octubre de 2010, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Estonia, DO L 285, 30.10.2010, p. 37.

6 Acuerdo, de 13 de diciembre de 2010, entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro por el que se modifica el Acuerdo de 16 de marzo de 2006 entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que no forman parte de la zona del euro por el que se establecen los procedimientos de funcionamiento del mecanismo de tipos de cambio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (DO C 5, 8.1.2011, p. 3).

7 CON/2010/16 y CON/2010/60.

8 CON/2010/20.

El Consejo ECOFIN consultó al BCE respecto a las propuestas relativas a la modificación de los Reglamentos del Consejo⁹ que permitían la introducción del euro en Estonia y establecían el tipo de cambio irrevocable del euro frente a la corona estonia¹⁰. El BCE acogió favorablemente los reglamentos propuestos y observó que permitirían la introducción del euro en Estonia tras la supresión de la excepción a favor de Estonia de conformidad con el apartado 2 del artículo 140 del Tratado.

9 Reglamento (UE) n° 671/2010 del Consejo, de 13 de julio de 2010, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 en lo que se refiere al tipo de conversión de la moneda estonia al euro, DO L 196, 28.7.2010, p. 4, y Reglamento (UE) n° 670/2010 del Consejo, de 13 de julio de 2010, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 974/98 en lo que se refiere a la introducción del euro en Estonia, DO L 196, 2.7.2010, p. 1.

10 CON/2010/52.

3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL EESTI PANK EN EL EUROSISTEMA

Tras la Decisión del Consejo ECOFIN de 13 de julio de 2010 relativa a la adopción del euro por Estonia el 1 de enero de 2011, el BCE llevó a cabo los preparativos técnicos necesarios para la plena integración del Eesti Pank en el Eurosistema. De conformidad con lo dispuesto en el Tratado, el Eesti Pank se incorporó al Eurosistema con exactamente los mismos derechos y obligaciones que los BCN de los Estados miembros de la UE que ya habían adoptado el euro.

Los preparativos técnicos para la integración del Eesti Pank en el Eurosistema abarcaron un amplio abanico de áreas, desde la información financiera y la contabilidad, a las operaciones de política monetaria, la gestión de los activos exteriores de reserva y las operaciones en divisas, los sistemas de pago, las estadísticas y la producción de billetes. Por lo que respecta a las operaciones, los preparativos incluyeron la comprobación exhaustiva de los instrumentos, de los procedimientos y de los sistemas técnicos de ejecución de la política monetaria y de las operaciones en divisas.

OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Tras la adopción del euro por Estonia el 1 de enero de 2011, 18 entidades de crédito estonias, cuya lista se puede consultar en la dirección del BCE en Internet, quedaron sujetas, a partir de esa fecha, a las exigencias de reservas mínimas del Eurosistema. La incorporación de Estonia a la zona del euro apenas modificó la situación de liquidez del Eurosistema. Las exigencias de reservas agregadas de las entidades de crédito de la zona se elevaron en menos del 0,2% (223 millones de euros). En Estonia, en términos netos, los factores autónomos absorbieron liquidez en el período comprendido entre el 1 y el 18 de enero de 2011, incrementando en promedio las necesidades de liquidez de la totalidad del sector bancario de la zona del euro en 1,1 mm de euros.

Dado el superávit de liquidez, las entidades de contrapartida de Estonia no presentaron pujas en las operaciones de mercado abierto realizadas a comienzos de 2011, a excepción

de un pequeño importe en la operación que se liquidó el 19 de enero.

Al incorporarse a la zona del euro, el Eesti Pank adoptó también el sistema de activos de garantía del Eurosistema e informó de que no existían activos admisibles para las operaciones de crédito del Eurosistema el 1 de enero de 2011.

CONTRIBUCIÓN AL CAPITAL, A LAS RESERVAS Y A LOS ACTIVOS EXTERIORES DEL BCE

La parte total de capital suscrito del Eesti Pank se cifra en 19,3 millones de euros, equivalentes al 0,1790% del capital suscrito del BCE, que ascendía a 10.761 mm de euros el 1 de enero de 2011. Al incorporarse al SEBC el 1 de mayo de 2004, el Eesti Pank desembolsó el 7% de su parte de capital suscrito del BCE, como contribución a los costes operativos del BCE; en conjunción con el aumento de capital del BCE el 29 de diciembre de 2010, esta contribución se ha reducido al 3,75%. De conformidad con el artículo 48.1 de los Estatutos del SEBC, el Eesti Pank ha de desembolsar la parte restante de su capital suscrito, es decir, 18,5 millones de euros. El 1 de enero de 2011, el Eesti Pank desembolsó el primer plazo de su capital suscrito, 12,6 millones de euros, y el resto del capital suscrito se desembolsará en dos plazos adicionales.

A principios de 2011, con arreglo a los artículos 30 y 48.1 de los Estatutos del SEBC y en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, el Eesti Pank transfirió al BCE activos exteriores de reserva por un valor total de 145,9 millones de euros (de los cuales el 85% se realizó en activos denominados en yenes japoneses y el 15% en oro). El Eesti Pank ha decidido llevar a cabo las actividades operativas relacionadas con la gestión de su parte de los activos exteriores de reserva del BCE en yenes japoneses en un acuerdo de gestión mancomunada con el Suomen Pankki – Finlands Bank. La transferencia de activos exteriores de reserva al BCE fue abonada al Eesti Pank mediante un activo frente al BCE denominado en euros, de conformidad con el artículo 30.3 de los Estatutos del SEBC.

4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESTONIA

LA LOGÍSTICA DEL CAMBIO DE MONEDA

Tras la supresión de la excepción a favor de Estonia decidida por el Consejo ECOFIN el 13 de julio de 2010, Estonia adoptó el euro como moneda el 1 de enero de 2011. La introducción de los billetes y monedas en euros se desarrolló con fluidez y, tras un período de dos semanas durante el cual la corona estonia y el euro circularon en paralelo, los billetes y monedas en euros pasaron a ser la única moneda de curso legal en Estonia. Prácticamente todos los cajeros automáticos solo dispensaron billetes en euros a partir del 1 de enero de 2011. Las modalidades de canje habían quedado definidas en un plan establecido conjuntamente con las partes interesadas.

El Suomen Pankki – Finlands Bank, que actuó como contrapartida logística, proporcionó 44.900 millones de billetes, por valor de 1,47 mm de euros. El Eesti Pank reembolsará este préstamo en forma de billetes en 2012. Los billetes encargados por el Eesti Pank llevarán la letra «D» en su número de serie. El Eesti Pank adquirió 194 millones de monedas en euros, por valor de 58,4 millones de euros, a la Fábrica de Moneda Finlandesa.

En lo que se refiere al importe, el 13% de los billetes en euros tomados prestados y casi la mitad de las monedas en euros adquiridas fueron distribuidos anticipadamente al sector bancario para los cajeros automáticos y para la subdistribución anticipada. Además, se pusieron a disposición del público en general 700.000 euromonederos, cada uno con monedas por valor de 12,79 euros, reduciendo así la cantidad de cambio que debían mantener los comercios minoristas en los primeros días de enero.

Tras la introducción del euro en Estonia, los BCN canjearon gratuitamente coronas estonias por euros a su valor de paridad, desde el primer día hábil de 2011 hasta el 28 de febrero de 2011¹¹. La cantidad que se podía canjear quedaba limitada a 1.000 euros por persona, operación y día. Además, en diciembre de 2010, los particulares pudieron canjear gratuitamente coronas por euros al tipo de cambio fijo

irrevocable en todas las entidades de crédito de Estonia. Las oficinas de correos estonias participaron también en el proceso de canje en los primeros 15 días de enero, para asegurar el suministro de efectivo en las zonas rurales.

A partir del 1 de enero de 2011 y por un período de seis meses, podrán canjearse gratuitamente coronas por euros al tipo de cambio fijo en todas las sucursales de entidades de crédito que presten servicios de efectivo y, posteriormente, de julio a diciembre de 2011, en determinadas sucursales bancarias.

El Eesti Pank seguirá monedas en coronas estonias por tiempo indefinido.

CAMPAÑA DE INFORMACIÓN SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO

El BCE y el Eesti Pank colaboraron estrechamente en la organización de una amplia campaña de información como parte de los preparativos para la introducción del euro. Teniendo en cuenta la experiencia adquirida en el ámbito de la comunicación en las anteriores operaciones de cambio de moneda, se adoptaron varias iniciativas, entre las que se incluyeron encuestas entre el público, distintos tipos de publicaciones impresas y páginas en Internet. Por primera vez desde la Campaña de Información Euro 2002 se difundieron anuncios en la televisión, emitiéndose cuatro espacios publicitarios entre noviembre de 2010 y mediados de enero de 2011. El objetivo de la campaña informativa organizada por el BCE y el Eesti Pank era familiarizar a los profesionales en el manejo de efectivo y al público en general con el aspecto visual y los elementos de seguridad de los billetes y monedas en euros, así como con los procedimientos de canje del efectivo. Los colaboradores, principalmente

¹¹ Con arreglo al artículo 52 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno del BCE adoptará las medidas necesarias para garantizar que los billetes de banco denominados en monedas con tipo de cambio fijo irrevocable frente al euro sean canjeados por los bancos centrales nacionales de la zona del euro a sus respectivos valores de paridad. En este contexto, el 24 de julio de 2006 el Consejo de Gobierno adoptó una Orientación sobre el canje de estos billetes.

entidades de crédito y autoridades) tuvieron acceso a los ficheros de impresión de alta calidad de las publicaciones del BCE, a fin de que pudieran adaptarlos y utilizarlos en sus propias actividades de comunicación.

Tras consultar a las asociaciones de invidentes, incluida la Asociación de Invidentes de Estonia, el BCE desarrolló para las personas con problemas de visión una «tarjeta sonora» que llevaba incorporada una grabación de MP3 con información básica sobre el canje de moneda y los billetes y monedas en euros.

Para señalar el inicio de la campaña informativa sobre el euro en Estonia, el 19 de septiembre de 2010 el presidente Trichet entregó al gobernador Lipstok una estrella simbólica que contenía billetes en euros.



Vista interior de la fachada de hormigón con cuadrícula de ventanas. La restauración del Grossmarkthalle constituye un elemento fundamental de los trabajos de construcción. Se mantendrá el aspecto básico del edificio, y las fachadas y superficies serán restauradas de acuerdo con la normativa de conservación.

CAPÍTULO 4

ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS

I ESTABILIDAD FINANCIERA

El Eurosistema contribuye al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades nacionales competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, el Eurosistema asesora a estas autoridades y a la Comisión Europea sobre el alcance y la aplicación de la legislación de la UE en estos ámbitos. Tras el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) el 16 de diciembre de 2010, el nuevo marco europeo de supervisión se puso en marcha el 1 de enero de 2011 con la creación de tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) que ejercerán como tales respecto a las entidades de crédito, los mercados de valores y las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Este marco contribuirá a reforzar sustancialmente la estructura de supervisión europea a escala microprudencial y, por primera vez, también en el ámbito macroprudencial, ya que la JERS ha recibido el mandato de identificar y priorizar los riesgos sistémicos para el sector financiero de la UE, emitir alertas sobre riesgos y, en caso conveniente, formular recomendaciones para la adopción de medidas correctivas con el fin de contener dichos riesgos. El BCE «asumirá las funciones de Secretaría y proporcionará mediante las mismas apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la JERS» (véase capítulo 6)¹.

I.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

I.1.1 EL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO

Las actividades más importantes del BCE, en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, son el seguimiento de los riesgos con incidencia sobre la estabilidad financiera y la evaluación de la capacidad de resistencia del sistema financiero². Este seguimiento se centra principalmente en las entidades de crédito, puesto que continúan siendo los principales intermediarios financieros en Europa. Sin embargo, habida cuenta de la importancia creciente de los mercados

financieros, de las infraestructuras financieras y de otras instituciones financieras, y su vinculación con entidades bancarias, es necesario que el SEBC realice también un seguimiento de la vulnerabilidad de estos componentes del sistema financiero.

En 2010, las tensiones persistentes en los mercados de deuda pública y en los mercados de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro sometieron a prueba la confianza de los mercados en la capacidad del sector bancario de la zona para afrontar riesgos futuros. No obstante, el compromiso de los países que integran la zona del euro de emprender o acelerar los procesos de consolidación fiscal, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés) y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés), así como la puesta en marcha del Programa para los Mercados de Valores del BCE en mayo, al amparo del cual se efectúan intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro, y los resultados positivos, en general, de las pruebas de resistencia realizadas en toda la UE que se dieron a conocer en julio, contribuyeron todos ellos de forma importante a la estabilización de los mercados durante el verano³. Además, la conclusión de un acuerdo para revisar los regímenes reguladores de las

1 Reglamento del Consejo (UE) nº 1096/2010, de 17 de noviembre de 2010, DO L 331, 15.12.2010, p. 162.

2 Desde finales de 2004, el BCE publica un informe semestral sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «Financial Stability Review». Asimismo, en 2010 publicó indicadores estructurales del sector bancario de la UE, el informe anual sobre la estabilidad del sector bancario de la UE y el informe anual sobre las estructuras bancarias de la UE, que este año incluyó un apéndice ad hoc sobre la rentabilidad de las entidades de crédito titulado «Beyond RoE: How to measure bank performance». En estas publicaciones se presentan los principales resultados del seguimiento que realiza el Comité de Supervisión Bancaria sobre la estructura y la estabilidad del sector bancario, y pueden consultarse en el sitio web del BCE.

3 Las pruebas de resistencia realizadas en toda la UE fueron coordinadas por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés), en estrecha colaboración con el BCE y la Comisión Europea. En las direcciones del CEBS y del BCE en Internet figuran descripciones detalladas de la metodología aplicada, y los resultados pueden consultarse en los sitios web del CEBS y de las autoridades nacionales de los países que participaron en las pruebas.

entidades de crédito con actividad internacional (las normas de Basilea III), que se aplicará gradualmente a lo largo del tiempo con el fin de que el sector bancario pueda seguir proporcionando crédito a la economía, redujo la incertidumbre en torno a las necesidades futuras de capital y de liquidez de las entidades. No obstante, pese a estos avances, la situación económica y financiera general en la zona del euro siguió estando repleta de riesgos para la estabilidad financiera, y en el segundo semestre del año resurgieron las preocupaciones acerca de la interacción entre los problemas relacionados con la deuda soberana y las vulnerabilidades del sector bancario en algunos países de la zona del euro⁴. Además, otra importante fuente de riesgo fue la reaparición de los desequilibrios globales en 2010, junto con la elevada volatilidad asociada del tipo de cambio y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de estos desequilibrios.

Se ha de observar que la evolución del sector financiero de la zona del euro en 2010 indicó la existencia de discrepancias considerables entre los Estados miembros, que en gran parte reflejaban el proceso de corrección de desequilibrios anteriores que en algunos de estos países estaba teniendo lugar. En este contexto, la retirada de las medidas de apoyo del sector público que se mantenían y el calendario de esta retirada plantearon retos particulares para el sistema financiero de la zona del euro. No obstante, dichas medidas tendrán que retirarse a medio plazo ya que, en caso contrario, se mantendría una desigualdad de condiciones entre entidades de crédito y entre países. Mientras tanto, los principales riesgos siguieron incluyendo la posibilidad de que la preocupación en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas persistiera o incluso aumentara con interacciones adversas entre las finanzas públicas y el sector financiero. Aunque la interacción negativa entre los factores de vulnerabilidad del crecimiento económico, los desequilibrios fiscales y las condiciones de financiación de las entidades de crédito fue especialmente predominante solo en un

número limitado de países de la zona del euro, persistieron los riesgos de contagio a otros países de la zona.

No obstante, de cara al futuro, el escenario central para la estabilidad financiera de la zona del euro es favorable, en general, y está respaldado, en parte, por un entorno macroeconómico más propicio, por una mayor transparencia de las posiciones en activos de riesgo de las instituciones financieras y por las medidas de respaldo financiero adicionales adoptadas por los Gobiernos y los bancos centrales de la zona. Con todo, el grado de incertidumbre en torno a estas perspectivas continúa siendo elevado.

Los beneficios de los grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro empezaron a recuperarse en los tres primeros trimestres de 2010, impulsados principalmente por la mejora de los ingresos netos por intereses, por las menores (aunque todavía elevadas) dotaciones medias para insolvencias, y por la estabilidad de los ingresos por comisiones. Los ingresos netos por intereses siguieron viéndose favorecidos por la acusada pendiente de la curva de tipos de interés y por el hecho de que los márgenes aplicados por las entidades a las nuevas operaciones de préstamo continuaron siendo relativamente amplios. Además, se observaron señales de que el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda pudo haber alcanzado un punto de inflexión a mediados de 2010, aunque con notables diferencias entre Estados miembros, mientras que los préstamos a las sociedades no financieras se recuperaron con mucha más lentitud. Por último, los grupos bancarios grandes y complejos se beneficiaron de una disminución considerable del coste del riesgo, debido tanto a la evolución favorable del ciclo del crédito como a la recuperación económica (es decir, la estabilización de las tasas de impago y la reducción de los créditos morosos). Sin embargo, estos grupos experimentaron una pronunciada caída de los ingresos por actividades de negociación en el

4 Esta interrelación culminó en Irlanda, que el 21 de noviembre presentó una solicitud de apoyo financiero a la UE y el FMI.

segundo trimestre de 2010 –que solo se invirtió parcialmente en el tercer trimestre– impulsados por la disminución de los volúmenes de negociación, y muchas entidades continuaron registrando pérdidas en algunos de sus activos. Los coeficientes de solvencia de estos grupos siguieron mejorando de forma generalizada en los tres primeros trimestres de 2010, favorecidos por los beneficios no distribuidos y los esfuerzos de las entidades de crédito por obtener capital. Un retroceso en el reciente repunte de la rentabilidad de los grupos bancarios grandes y complejos influiría negativamente en la concesión de crédito a la economía real. Además, la recuperación de la calidad de las exposiciones al riesgo de crédito de las entidades sigue siendo frágil en algunos países.

1.1.2 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En cuanto a otras instituciones financieras, la situación del sector de seguros de la zona del euro se estabilizó en 2010. No obstante, los resultados de las compañías de seguros fueron variados, y la moderación de la actividad económica continuó lastrando los resultados de las actividades de aseguramiento. Con todo, los resultados financieros de las compañías de seguros se vieron respaldados por unas pérdidas relativamente limitadas y unas rentas de la inversión estables. En general, la rentabilidad de las grandes compañías de seguros se mantuvo sin cambios en 2010. Además, los niveles de capital también continuaron caracterizándose por su estabilidad y, en promedio, parecieron mostrar una capacidad razonable de resistencia a perturbaciones.

De cara al futuro, persisten algunos riesgos y retos para el sector de seguros de la zona del euro, lo que está contribuyendo a que exista cierto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas. En particular, los bajos rendimientos de la deuda pública con calificación AAA siguen planteando desafíos para las compañías de seguros (y para los fondos de pensiones) que tienen un volumen elevado de contratos de seguro con rentabilidades garantizadas próximas a los tipos de interés sin riesgo a largo plazo actuales, o por encima de dichos tipos. Al mismo tiempo,

la recuperación moderada de la actividad económica, así como la incertidumbre asociada a dicha recuperación, continúa lastrando los resultados de las actividades de aseguramiento de las empresas de seguros de la zona del euro.

El sector de fondos de inversión libre (*hedge funds*) continuó recuperándose en 2010. El rendimiento medio de las inversiones no fue tan impresionante como en 2009, pero los inversores siguieron retornando al sector y los flujos netos anuales volvieron a ser positivos. No obstante, los inversores tendieron a preferir los fondos de inversión libre más importantes, cuyo crecimiento también puede implicar mayores riesgos para la estabilidad financiera. Por otra parte, en un entorno de tipos de interés nominales reducidos y de creciente tolerancia al riesgo de contraparte entre los intermediarios financieros que proporcionan financiación y otros servicios a estos fondos (*prime broker banks*), los limitados datos disponibles sobre el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión libre indicaron un reapalancamiento gradual de este sector, con el aumento asociado de la vulnerabilidad a diversos riesgos relacionados con el apalancamiento.

1.2 MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

En 2010, la UE puso en marcha una revisión exhaustiva del marco de la UE para la prevención, gestión y resolución de crisis. La reforma, que abarca un horizonte temporal de varios años, según se estableció en las conclusiones del Consejo ECOFIN de 18 de mayo de 2010, se centra en tres áreas de trabajo principales: i) la aplicación de un marco de coordinación de políticas en la UE; ii) la mejora del marco regulador de la UE, y iii) el establecimiento de mecanismos para asegurar que el sector financiero asume el coste de las crisis financieras. El BCE participó activamente en las tres áreas durante el año.

En particular, el BCE apoyó la aplicación de un marco general de la UE de coordinación de políticas para la prevención, gestión y

resolución de crisis, que potencie el papel del Consejo ECOFIN en la coordinación de políticas de estabilidad financiera, así como el establecimiento de mecanismos de coordinación para una articulación clara de las funciones y responsabilidades de los diversos organismos e instituciones nacionales y de la UE. En este contexto, la creación de grupos de estabilidad transfronteriza –como se definen en el Acuerdo de cooperación sobre estabilidad financiera transfronteriza de 2008⁵– para todos los grandes grupos transfronterizos de la UE para mediados de 2011, junto con la firma de acuerdos de colaboración transfronteriza (los denominados «Acuerdos específicos de cooperación voluntaria»), se consideraron útiles para reforzar la coordinación de políticas a nivel bilateral y multilateral⁶.

En el ámbito de la regulación, en febrero de 2010, el Eurosistema contribuyó a la consulta pública de la Comisión sobre un marco de la UE para la gestión transfronteriza de las crisis en el sector bancario⁷, y apoyó el objetivo de la Comisión de tomar la iniciativa para desarrollar un marco de resolución de la UE y afrontar los obstáculos existentes para una gestión eficaz de las crisis que afecten a instituciones financieras transfronterizas de la UE. Asimismo, el Eurosistema sugirió posibles maneras de abordar problemas en las áreas relacionadas con las medidas de intervención temprana, las transferencias de activos intragrupo, la «resolución de crisis bancarias»⁸ y los procedimientos de insolvencia.

En mayo de 2010, la Comisión publicó su Comunicación sobre los fondos de resolución bancaria en la que sugería la creación de una red de mecanismos con aportaciones ex ante a escala de la UE como la mejor manera de utilizar los tributos de las entidades financieras para asegurar que el coste de futuras quiebras bancarias no recaiga sobre los contribuyentes o desestabilice el sistema financiero. De igual modo, en junio, el Consejo Europeo acordó que los Estados miembros deberían introducir sistemas de tributos e impuestos en las instituciones financieras, con el fin de garantizar un reparto de cargas equitativo y crear incentivos

para contener el riesgo sistémico⁹. En ese contexto, el BCE admitió la necesidad de asegurar la coordinación de las diversas iniciativas ya emprendidas por algunos países para reducir el riesgo de distorsiones en la competencia entre los mercados bancarios nacionales y de que la cooperación transfronteriza se vea obstaculizada en situaciones de crisis. A tal fin, el BCE contribuyó activamente al grupo de trabajo ad hoc sobre gestión de crisis del Comité Económico y Financiero (CEF) realizando un seguimiento de los distintos sistemas de tributos en la UE y formulando recomendaciones sobre posibles opciones para abordar problemas que se planteen a corto plazo, como la doble imposición y el mantenimiento de la igualdad de condiciones.

En octubre de 2010, la Comisión publicó una Comunicación titulada «Dotar a la UE de un marco para la gestión de crisis en el sector financiero», en la que se exponen los principales elementos de la reforma que formarán parte de las propuestas legislativas en la UE en 2011. Aparte de la prioridad inmediata de introducir mecanismos eficaces para la gestión de crisis en todos los Estados miembros, la Comunicación también incluye un «plan de actuación» que proporciona una valoración a más largo plazo de algunos de los principales retos que deberán

5 Véase el «Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on Cross-Border Financial Stability» (ECFIN/CEFCPE(2008)REP/53106), Bruselas, 1 de junio de 2008.

6 El 17 de agosto de 2010 se creó el primer Grupo de Estabilidad Transfronteriza de los países nórdicos y bálticos mediante la firma de un acuerdo entre las autoridades de Dinamarca, Estonia, Finlandia, Islandia, Letonia, Lituania, Noruega y Suecia.

7 El 20 de octubre de 2009, la Comisión Europea inició una consulta pública relativa a su Comunicación titulada «Un régimen comunitario para la gestión transfronteriza de las crisis en el sector bancario», que aborda una serie de temas relacionados con tres áreas principales: i) medidas de intervención temprana, ii) resolución de crisis bancarias, y iii) procedimientos de insolvencia.

8 El término «resolución de crisis bancarias» se refiere a las medidas adoptadas por las autoridades nacionales competentes para gestionar una crisis en una entidad bancaria, limitar sus efectos sobre la estabilidad financiera y, en su caso, facilitar una liquidación ordenada de la totalidad o de una parte de la entidad.

9 Con la excepción de la República Checa, que se reservó el derecho a no introducir estas medidas.

superarse para asegurar una gestión adecuada de las crisis. El Eurosistema apoya la propuesta de la Comisión que tiene por objeto mejorar el marco regulador de la UE para la gestión y resolución de crisis. Un marco general para la gestión de crisis garantizaría, entre otras cosas, que, en última instancia, la resolución bancaria sea una opción creíble, incluso en el caso de una institución transfronteriza de importancia sistémica. La consecución de este objetivo requiere no solo que las autoridades dispongan de instrumentos más eficaces, sino también disposiciones que promuevan la cooperación entre los Estados miembros en situaciones de crisis. La Comisión inició una consulta pública relativa a los detalles técnicos de esta propuesta el 6 de enero de 2011¹⁰. En diciembre de 2010, en sus conclusiones sobre la prevención, gestión y resolución de crisis, el Consejo ECOFIN apoyó a la Comisión en su trabajo legislativo futuro, e invitó al CEF a continuar realizando un seguimiento de los sistemas nacionales de tributos e impuestos, en particular en lo que respecta a la igualdad de condiciones y la coordinación¹¹.

10 Para más detalles, véase el sitio web de la Comisión Europea (ec.europa.eu).

11 Conclusiones del Consejo sobre la prevención, gestión y resolución de crisis, sesión n.º 3054 del Consejo ECOFIN, Bruselas, 7 de diciembre de 2010.

2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

2.1 SECTOR BANCARIO

En 2010, la regulación bancaria siguió el programa de trabajo establecido por el G 20 en las cumbres de Londres y Pittsburgh de 2009, con el objetivo último de construir un sistema financiero más resistente que favorezca un crecimiento económico fuerte y estable. A tal fin, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión (GHOS, en sus siglas en inglés), el órgano de gobierno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, llegó a un acuerdo sobre la necesidad de reforzar de manera sustancial los actuales requerimientos de capital y sobre la introducción de regulación sobre el riesgo de liquidez a escala global¹². Este paquete de reformas, conocido como Basilea III, constituye un elemento clave del nuevo marco prudencial internacional.

El paquete de reformas de Basilea III incluye una nueva definición de capital regulatorio centrada en aquellos elementos con la mayor capacidad de absorción de pérdidas, como el capital ordinario y sus equivalentes en las entidades distintas de las sociedades anónimas. Además de esta mejora cualitativa, también se ha incrementado sustancialmente los requerimientos de capital. El nuevo requerimiento mínimo de recursos propios de primera categoría (*tier 1*) se ha fijado en el 4,5% de los activos ponderados por riesgo, que se complementará con la obligación de mantener un colchón de conservación de capital del 2,5% para afrontar situaciones de tensión en el futuro. Junto con otros recursos propios de primera y segunda categoría (*tier 1* y *tier 2*), la ratio total de capital efectivo aumentará del 8% actual al 10,5% de los activos ponderados por riesgo. Un colchón anticíclico adicional, que se activaría en caso de producirse un crecimiento excesivo del crédito, podría sumar un aumento del 2,5% de los activos ponderados por riesgo, dependiendo de la evolución del ciclo del crédito en cada país. En respuesta a la consulta de la Comisión relativa a su propuesta de introducir colchones de capital anticíclico, el Eurosistema apoyó los trabajos que se están llevando a cabo a escala internacional y de la UE en relación con el desarrollo de un mecanismo de colchón de capital

anticíclico y subrayó la necesidad de que se aplique de modo sistemático a nivel internacional y de la UE. Al mismo tiempo que se asegura la igualdad de condiciones en el ámbito internacional fijando los criterios para el establecimiento de colchones de capital anticíclico de la manera más detallada posible en la propia Directiva de Requerimientos de Capital (DRC), la JERS y la Autoridad Bancaria Europea (ABE), en el desempeño de sus respectivas funciones en el marco de supervisión europeo, podrían establecer principios y normas técnicas con el fin de especificar criterios adicionales que facilitarían la receptividad del marco a la evolución del sistema financiero y a las distintas perturbaciones que afronte¹³.

Por otra parte, en consonancia con el mandato del G 20, los requerimientos de capital basados en el riesgo se complementarían con la introducción de un coeficiente de apalancamiento no basado en el riesgo, transparente e internacionalmente comparable.

La regulación del riesgo de liquidez consiste en la introducción de dos importantes criterios cuantitativos, que se centran en limitar los desajustes en lo que respecta a las necesidades de liquidez a corto plazo e imponer requisitos de liquidez a más largo plazo estructural con el fin de reducir la dependencia de las entidades de crédito de la financiación mayorista y de otras fuentes de financiación volátiles, y que promueven una financiación estable a largo plazo. Para facilitar el seguimiento de los riesgos de liquidez y el intercambio de información entre las autoridades de supervisión, estas medidas cuantitativas se complementan con una serie de herramientas de seguimiento.

12 Para más información, véanse los documentos «Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems» y «Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring», publicados el 16 de diciembre de 2010, que pueden consultarse en el sitio web del BPI (www.bis.org).

13 Véase el documento «Countercyclical capital buffer – position of the Eurosystem on the Commission’s consultation document», disponible en el sitio web del BCE.

En consonancia con estos avances en materia de regulación, la Comisión Europea inició dos consultas, la primera en febrero de 2010, relativa a las propuestas de modificación de la Directiva de Requerimientos de Capital en lo que respecta los estándares de liquidez, la definición de capital, los coeficientes de apalancamiento, los cambios en el tratamiento del riesgo de contraparte, las medidas anticíclicas (incluidas las provisiones para las pérdidas por riesgo de crédito esperadas a lo largo del ciclo), un único código normativo y las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI, en sus siglas en inglés). La segunda consulta, iniciada en octubre de 2010, está relacionada con la introducción de un colchón anticíclico.

El BCE apoya plenamente el acuerdo del GHOS y lo considera un paso decisivo para cumplir con éxito el mandato del G 20. La crisis puso claramente en evidencia que la adopción de medidas para aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero debe ser una prioridad fundamental. Al margen de los costes, algunos de carácter transitorio, de la reforma regulatoria, el nuevo marco beneficiará a la economía mundial reduciendo considerablemente los riesgos asociados a crisis financieras en el futuro.

Sin embargo, el BCE considera que la aplicación gradual del paquete de reformas, prevista para el período 2013-2019, seguirá siendo fundamental, y que cualquier otro avance debe evaluarse en relación con el conjunto de medidas que ya se están aplicando. Durante el período de transición, las medidas relacionadas con el capital y los coeficientes de liquidez y de apalancamiento requerirán una valoración minuciosa de su impacto sobre modelos de negocio específicos, sobre sectores bancarios concretos, sobre los mercados financieros y sobre el crecimiento económico. Al mismo tiempo, habrá que prestar especial atención a asegurar que las nuevas normas se apliquen de forma coherente en las distintas jurisdicciones a nivel internacional.

En consonancia con el mandato del G 20, en 2010, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) centró sus esfuerzos en otra línea de trabajo, concretamente en el desarrollo de un marco adecuadamente integrado para reducir los riesgos y las externalidades asociadas a las SIFI. El nuevo marco constará de los siguientes elementos: i) herramientas para la resolución eficaz de crisis de las SIFI, ii) una supervisión y una vigilancia más intensivas y eficaces, iii) infraestructuras básicas sólidas en los mercados financieros para reducir el riesgo de contagio, y iv) requisitos prudenciales complementarios y de otro tipo para mejorar la capacidad de absorción de pérdidas. En septiembre de 2010, en un comunicado de prensa que se publicó tras la consecución del acuerdo sobre la calibración del nuevo régimen prudencial, el GHOS subrayó que las SIFI deben tener una capacidad de absorción de pérdidas superior a los niveles acordados en Basilea III.

El BCE acoge positivamente y apoya el trabajo del FSB en este importante ámbito. Habida cuenta de la magnitud global de las actividades que realizan las SIFI, sigue siendo esencial que las autoridades de regulación, bajo la tutela del FSB, cooperen estrechamente para asegurar un grado elevado de coherencia internacional en este ámbito, con el fin de limitar posibles ventajas competitivas y minimizar el riesgo de arbitraje regulatorio.

2.2 VALORES

En 2010 se continuaron los avances en la regulación de los fondos de inversión libre, de las agencias de calificación crediticia y de las ventas en corto. El G 20 reafirmó su compromiso de mejorar la vigilancia de los fondos de inversión libre y de las agencias de calificación¹⁴. A escala europea, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR, en sus siglas

¹⁴ *The G-20 Toronto Summit Declaration*, G 20, 26-27 de junio de 2010.

en inglés) abordó las preocupaciones acerca de los posibles perjuicios causados por las ventas en corto¹⁵.

En cuanto a los fondos de inversión libre, el Consejo alcanzó un acuerdo¹⁶ en relación con la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (Directiva GFIA) en octubre y, el 11 de noviembre de 2010, el Parlamento Europeo votó a favor de la propuesta. Los objetivos de esta Directiva son, entre otros, asegurar que todos los gestores de fondos alternativos por encima de un tamaño determinado estén adecuadamente autorizados y registrados, mejorar la gestión de riesgos y los procesos de salvaguardia de la gobernanza de estos fondos, aumentar la protección de los inversores y diseñar un marco para realizar un seguimiento de los riesgos macroprudenciales. Una vez cumplidos estos requisitos, los GFIA obtendrían una autorización que les permitiría comercializar fondos entre inversores profesionales de todo el Mercado Único. La contribución del Eurosistema a la consulta de la Comisión Europea sobre los fondos de inversión libre acogió muy positivamente el aumento de la transparencia y de la supervisión macroprudencial en este sector y recalzó que la introducción de un marco regulador integral y armonizado para los GFIA en la UE podría constituir un primer paso hacia la consecución de un consenso global. Además, subrayó la importancia de continuar el diálogo internacional para asegurar un marco coordinado a nivel mundial¹⁷.

En cuanto a las agencias de calificación crediticia, la Comisión Europea ha presentado una propuesta de modificación del actual Reglamento sobre estas agencias¹⁸. En su Dictamen sobre la propuesta¹⁹, el BCE acogió favorablemente, en términos generales, las medidas encaminadas a reforzar el marco regulatorio, en particular el otorgamiento de amplios poderes a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés) en lo que respecta al registro y vigilancia de estas agencias, así como que se considere la introducción de mayor transparencia y

competencia en el mercado de calificaciones crediticias de instrumentos financieros estructurados.

En respuesta a la preocupación existente en torno al impacto de las ventas en corto sobre las condiciones de mercado extremas generadas por la crisis financiera, las autoridades de regulación de todo el mundo adoptaron una serie de medidas. En Europa, el CESR propuso un régimen paneuropeo de publicación de las ventas en corto en marzo de 2010. La Comisión Europea publicó también un documento de consulta el 14 de junio de 2010. El Eurosistema, en su respuesta de 5 de agosto de 2010, acogió favorablemente el régimen de transparencia propuesto para las acciones de empresas de la UE. Se subrayó que la ESMA, junto con otras autoridades competentes, debería desempeñar un papel fundamental en situaciones de emergencia y que las prohibiciones o restricciones de ventas en corto deberían limitarse en términos de tiempo y alcance y aplicarse únicamente en circunstancias excepcionales. El Eurosistema apoyó, en líneas generales, la adopción de tales medidas en caso de producirse fallos en la liquidación de las ventas en corto descubiertas y el otorgamiento de facultades a las autoridades competentes para permitirles restringir temporalmente las ventas en corto. La propuesta presentada posteriormente por la Comisión tenía por objeto aumentar la armonización, la coordinación y la transparencia, así como reducir los riesgos sistémicos, los riesgos para la integridad de los mercados y los riesgos de liquidación²⁰.

15 *Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*, CESR, marzo de 2010.

16 Entre el Consejo, la Comisión Europea y la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

17 *European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution*, BCE, 25 de febrero de 2009.

18 Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

19 Dictamen del Banco Central Europeo del 19 de noviembre de 2010 sobre una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (CON/2010/82).

20 *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*, Comisión Europea, 15 de septiembre de 2010.

2.3 CONTABILIDAD

Los aspectos más destacados en 2010 en el ámbito de la contabilidad estuvieron relacionados con los trabajos que actualmente están llevando a cabo el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB, en sus siglas en inglés) y el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, en sus siglas en inglés) en respuesta a la petición del G 20 de abordar las deficiencias identificadas a raíz de la crisis financiera y lograr una mayor convergencia de sus normas.

En respuesta a la petición del G 20 de potenciar la participación de las partes interesadas en el proceso de fijación de normas, el IASB siguió aumentando sus esfuerzos de divulgación, con el objeto de fomentar una amplia participación de los interesados en el citado proceso.

En este contexto, el BCE expresó su opinión al IASB acerca de varios proyectos importantes en materia de contabilidad (principalmente sobre la contabilidad de instrumentos financieros) en numerosas ocasiones y, en términos más generales, sobre los esfuerzos por alcanzar la convergencia del FASB y el IASB.

En abril de 2010, el BCE expresó su opinión sobre la recomendación del IASB de atender a las preocupaciones de las autoridades de regulación mediante la introducción de una «cuenta de resultados conforme a la regulación». El BCE subrayó la importancia de mantener la buena colaboración existente entre el IASB y los reguladores en relación con la valoración del valor razonable y la dotación de provisiones que tenga en cuenta la evolución futura en el marco contable. Por otro lado, el BCE no apoyó la introducción de una cuenta de resultados conforme a la regulación, ya que las obligaciones de información del nuevo marco de capital (Basilea III) ya se ocupan de las cuestiones relacionadas con la divulgación de información planteadas por el IASB en su propuesta, y una cuenta de resultados conforme a la regulación podría aumentar la complejidad

y la incertidumbre, y podría generar confusión en el mercado, lo que debe evitarse.

Tanto el FASB como el IASB intensificaron sus esfuerzos por reducir la complejidad de la contabilidad actual de los instrumentos financieros mediante el desarrollo de nuevas normas sobre la clasificación y la valoración de estos instrumentos.

En 2010, los dos Consejos continuaron los trabajos encaminados a reforzar el reconocimiento contable de las provisiones para insolvencias (por deterioro del valor). A este respecto, el BCE ha manifestado repetidamente que apoya firmemente la adopción de un modelo de pérdidas esperadas. Por otra parte, el BCE siguió contribuyendo a los trabajos en materia de contabilidad del Comité de Basilea que, entre otras cosas, tienen por objeto abordar los retos operativos que plantea la introducción de dicho modelo.

3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema contribuye a fomentar la integración financiera europea a través de cuatro tipos de actividades: i) propugnando una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera y realizando un seguimiento de los avances logrados en este sentido, ii) actuando como catalizador de las acciones colectivas del sector privado, iii) brindando asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y adoptando disposiciones legales de forma directa, y (iv) prestando servicios de banco central encaminados a fomentar la integración financiera.

IMPORTANCIA Y SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En abril de 2010, el BCE presentó su cuarto informe anual sobre integración financiera en Europa, titulado «Financial integration in Europe»²¹. El principal objeto de este informe es contribuir al objetivo de avanzar en la integración financiera europea y que el público conozca mejor la contribución del Eurosistema a la consecución de este objetivo, proporcionando información sobre el estado de esta integración y, por tanto, una base empírica para la adopción de medidas que continúen fomentando la misma. En primer lugar, el informe presenta la valoración del estado de la integración financiera, basada en un conjunto de indicadores que también se publican semestralmente en la dirección del BCE en Internet. En 2010, estos indicadores siguieron ampliándose, con el fin de incluir, por ejemplo, indicadores de riesgo del mercado de renta fija. En el informe también se analizan en detalle temas específicos: i) la integración y la supervisión bancaria en la UE, ii) los bonos garantizados europeos (covered bonds), iii) la armonización del sector de la post-contratación, y iv) las implicaciones de la integración y el desarrollo de los mercados financieros para la estabilidad. El informe concluye con una descripción de la contribución del Eurosistema al logro de una mayor integración y desarrollo de los mercados financieros en Europa en 2009.

El BCE continuó participando en la red de investigación sobre los mercados de capital y la integración financiera en Europa, formada

por representantes de la comunidad académica, participantes en el mercado, responsables de las políticas y representantes de los bancos centrales, y que gestiona conjuntamente con el Center for Financial Studies de la Universidad de Fráncfort del Meno. La decimotercera conferencia de la red, centrada en el tema «La regulación macroprudencial como un enfoque para contener el riesgo sistémico: fundamentos económicos, herramientas de diagnóstico e instrumentos de política», se celebró en Fráncfort los días 27 y 28 de septiembre de 2010 y fue organizada por el BCE. Al igual que en años anteriores, el BCE concedió cinco «Lamfalussy Fellowships» a jóvenes investigadores para realizar trabajos relacionados con la red. Las prioridades actuales de la red son: i) los sistemas financieros como gestores, distribuidores y creadores de riesgos, ii) la integración y el desarrollo de los servicios financieros al por menor y la promoción de empresas innovadoras, y iii) la modernización y la gobernanza de los sistemas financieros, y la integración del sistema financiero europeo en los mercados de capitales mundiales.

CATALIZADOR DE LAS ACTIVIDADES DEL SECTOR PRIVADO

SEPA

El Eurosistema continuó respaldando la creación de una zona única de pagos en euros (SEPA), en la que los particulares, las empresas y las Administraciones Públicas puedan efectuar pagos en euros con medios distintos del efectivo en los países participantes en la SEPA, desde una sola cuenta y mediante un único conjunto de instrumentos de pago, con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que en el ámbito nacional.

El Eurosistema publicó el séptimo informe sobre la SEPA en octubre de 2010²², en el que se ofrece una valoración de los progresos alcanzados en la implantación de la SEPA desde

²¹ *Financial Integration in Europe*, BCE, abril de 2010.

²² *Single Euro Payments Area: Seventh Progress Report – Beyond theory into practice*, BCE, octubre de 2010, disponible en el sitio web del BCE.

el informe anterior, publicado en noviembre de 2008, señalando los logros y las deficiencias. Además, en el anexo al informe, el Eurosistema presenta una lista (no exhaustiva) de los objetivos a cumplir desde el último trimestre de 2010 hasta finales de 2013, con el fin de facilitar la finalización de la implantación y la migración a la SEPA. Las principales conclusiones del informe se refieren a la migración a las transferencias y los adeudos directos SEPA, las tarjetas, la innovación y la seguridad de los pagos al por menor. En relación con este último tema, el Eurosistema, entre otras cosas, ha creado un foro para realizar un seguimiento de los desarrollos del mercado y promover la armonización de las expectativas en materia de seguridad en Europa. Por otra parte, el Eurosistema acogió positivamente la iniciativa de la Comisión Europea de imponer una fecha final para la migración a través de un Reglamento de la UE²³.

Las transferencias SEPA representaron el 13,9% del total de pagos por transferencia en euros en diciembre de 2010. Además del indicador de transferencias SEPA de la zona del euro, los indicadores nacionales correspondientes muestran que la utilización de este tipo de transferencias todavía varía considerablemente en los distintos países²⁴. Por otra parte, desde la puesta en funcionamiento de los adeudos directos SEPA en noviembre de 2009, su uso ha seguido siendo bastante limitado, y representaban bastante menos del 1% de todos los adeudos directos en euros en diciembre de 2010.

La introducción de las transferencias y los adeudos directos SEPA ha sentado las bases sobre las que desarrollar innovaciones adicionales, como soluciones paneuropeas para pagos *online*, pagos a través del teléfono móvil y factura electrónica. En 2010, el Eurosistema analizó el estado de las diversas iniciativas en materia de servicios de pago innovadores con los participantes en el mercado. A tal fin, el BCE, en colaboración con los BCN, realizó una encuesta a través de Internet sobre la iniciativa eSEPA para conocer los distintos servicios disponibles en diversos países.

Es necesario seguir avanzando, en particular en el ámbito de la SEPA para las tarjetas de pago. Uno de los aspectos fundamentales es la finalización de la migración de las tarjetas con chip y los cajeros automáticos y terminales de punto de venta al estándar EMV²⁵, para la que el propio sector fijó como plazo límite el final de 2010. Según los indicadores SEPA de las operaciones con tarjeta, un elevado número de países ya ha completado la migración al estándar EMV. En 2010 se celebró la segunda reunión con partes interesadas para considerar un marco de certificación SEPA para tarjetas y terminales, con el objetivo de lograr implantar un proceso único de evaluación y certificación. Además, el Eurosistema proporcionó nuevas aclaraciones sobre el principio de separación entre las redes de tarjetas y las entidades de procesamiento. El Eurosistema espera que se cree al menos una red europea de tarjetas adicional que cumpla los requisitos del Eurosistema y de las demás partes interesadas, con el fin de conseguir establecer un mercado de tarjetas competitivo en la SEPA; ya existen varias iniciativas de mercado dirigidas a crear esta red, y continuará realizándose un seguimiento de sus avances.

En marzo de 2010, el Eurosistema y la Comisión Europea llegaron a un acuerdo sobre la creación del Consejo de la SEPA que tiene por objeto abordar la necesidad de una estructura de gobierno adecuada del proyecto SEPA y ampliar la participación de los usuarios finales. Este nuevo órgano está presidido conjuntamente por el BCE y la Comisión Europea, y reúne a representantes de alto nivel del mercado europeo de pagos, tanto del lado de la demanda como del de la oferta²⁶.

23 Para más detalles, véase la sección «Asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y sobre la adopción directa de disposiciones legales» más adelante en este capítulo.

24 Una masa crítica, es decir, una cuota de mercado superior al 50%, se ha alcanzado únicamente en Luxemburgo y en Chipre. En otros tres países, Eslovenia, Bélgica y España, la cuota de mercado ha alcanzado cifras de dos dígitos.

25 El «estándar EMV» es un conjunto de especificaciones desarrolladas por el consorcio EMVCo, que promueve la estandarización global de las operaciones financieras electrónicas, en particular la interoperabilidad global de las tarjetas con chip. Las siglas «EMV» se refieren a «Europay, MasterCard y Visa».

26 Para más detalles, véase el sitio web del Consejo de la SEPA: www.sepacouncil.eu.

MERCADOS DE VALORES

El mercado de valores a corto plazo en Europa es un mercado básicamente doméstico. Desde 2001, la iniciativa STEP (Short-Term European Paper), desarrollada por participantes en el mercado bajo los auspicios de la Federación Bancaria Europea y la Asociación de Mercados Financieros (ACI, en sus siglas en inglés), y dirigida por el Comité del Mercado STEP, ha promovido la integración del mercado de valores de renta fija a corto plazo mediante la elaboración de un conjunto básico de normas y prácticas de mercado de cumplimiento voluntario, que pueden aplicarse a los programas de emisión en los mercados ya existentes como el mercado europeo de pagarés de empresa (Euro Commercial Paper – ECP) o el mercado de pagarés de empresa francés (TCN).

El Eurosistema ha respaldado la iniciativa STEP de dos maneras. En primer lugar, hasta junio de 2010, sobre la base de un acuerdo temporal, el Eurosistema continuó proporcionando asistencia técnica a la Secretaría de STEP en relación con los programas de la etiqueta STEP, si bien, en última instancia, la responsabilidad de la concesión y retirada de estas etiquetas recae exclusivamente en la Secretaría de STEP. A partir de julio de 2010, la Secretaría de STEP ha gestionado por sí sola el proceso de etiquetado. En segundo lugar, el BCE publica estadísticas sobre el mercado STEP (véase la sección 4 del capítulo 2).

Las turbulencias en los mercados financieros afectaron de manera relativamente limitada a los valores STEP de renta fija, y el saldo vivo total de estos valores ascendía a 411 mm de euros en diciembre de 2010, ligeramente por encima del saldo vivo total un año antes. El avance constante de este mercado se debe al hecho de que los criterios del mercado STEP pueden aplicarse a otros programas de mercado existentes y a que el Eurosistema acepta STEP como un mercado no regulado en el sistema de activos de garantía. La decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE en octubre de 2008 de ampliar temporalmente la lista de activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del

Eurosistema, incluyendo valores STEP emitidos por entidades de crédito –es decir, certificados de depósito– dejó de tener efecto a partir del 1 de enero de 2011.

La etiqueta STEP se introdujo en 2006, y en diciembre de 2010 había 173 programas activos con la etiqueta STEP.

En 2010, para aumentar la transparencia en el ámbito de los bonos de titulización de activos (ABS), el Eurosistema inició una consulta pública sobre la introducción de un requisito de admisión para los originadores de ABS, con el fin proporcionar datos de los préstamos que subyacen a estos instrumentos. En general, la respuesta del público fue positiva, y el BCE ha continuado trabajando con miras a la aplicación de este requisito. En diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno del BCE decidió establecer requisitos relativos a la remisión de información individualizada de los préstamos que respaldan a los ABS en el sistema de activos de garantía del Eurosistema. Un mercado de titulización que funcione correctamente, basado en la estandarización y en una mayor transparencia, contribuirá a hacer más completo el sistema financiero europeo y fomentará la integración a través de mejoras en la comparabilidad de los instrumentos entre los distintos países.

ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO LEGISLATIVO Y REGULADOR DEL SISTEMA FINANCIERO Y SOBRE LA ADOPCIÓN DIRECTA DE DISPOSICIONES LEGALES

El BCE siguió participando en los trabajos del Grupo Consultivo y de Seguimiento de Compensación y Liquidación II (Grupo CESAME II), y de su sucesor, el Grupo de Expertos en Infraestructuras de Mercado (EGMI, en sus siglas en inglés). El EGMI tiene el mandato de contribuir al desarrollo de un mercado de postcontratación eficiente, seguro y sólido en la UE. Para cumplirlo, su labor consiste en asesorar a la Comisión Europea sobre diversos temas relacionados con los servicios de postcontratación y las infraestructuras de mercado en la UE. Estos trabajos están estrechamente vinculados a la implantación del proyecto TARGET2-Securities (T2S), la plataforma futura del Eurosistema que

ofrece un servicio de liquidación de valores neutral, sin fronteras y básico con el objeto de fomentar la armonización en el ámbito de la postcontratación.

Dado que la armonización del marco jurídico europeo para los pagos constituye la base de la SEPA, el Eurosistema se ha interesado activamente por la legislación de la UE en este ámbito y en repetidas ocasiones ha llamado la atención sobre la necesidad de fijar una fecha final, ambiciosa pero realista, para la migración a las transferencias y los adeudos directos SEPA, con el fin de cosechar los beneficios de la SEPA. El Eurosistema ha apoyado la propuesta de la Comisión de fijar una fecha final para la migración a las transferencias y los adeudos directos SEPA mediante un Reglamento de la UE²⁷. El Eurosistema espera que las transferencias y los adeudos directos SEPA se conviertan en los instrumentos utilizados para realizar transferencias y domiciliaciones en euros en la UE. A partir de la fecha límite para la migración, los nuevos instrumentos SEPA habrán reemplazado a las tradicionales transferencias y domiciliaciones nacionales para realizar pagos en euros.

PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCO CENTRAL ENCAMINADOS A FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

TARGET2, la segunda generación del sistema de grandes pagos del Eurosistema, es la primera infraestructura de mercado totalmente integrada y armonizada a escala europea. El Eurosistema ha seguido introduciendo mejoras en TARGET2, y en noviembre de 2010 introdujo una nueva versión del sistema (véase la sección 2.2.1).

T2S tendrá un impacto considerable sobre la armonización y la integración en el ámbito de la postcontratación en Europa. T2S suprimirá muchas de las «barreras Giovannini»²⁸ en la compensación y la liquidación transfronterizas, ya que, entre otras cosas: i) proporcionará una plataforma informática única con interfaces comunes y un protocolo de mensajería único, ii) introducirá un horario de funcionamiento armonizado para todos los mercados conectados,

y iii) extenderá un único modelo de liquidación armonizado de entrega contra pago en dinero de banco central para todas las operaciones nacionales y transfronterizas. En 2010, varios subgrupos del Grupo Consultivo de T2S, integrado por expertos del Eurosistema y del sector, continuaron los trabajos para el desarrollo y la aplicación de estándares y prácticas de mercado para la armonización de las instrucciones y de los procesos en el contexto de T2S. A medida que se ha avanzado en los trabajos sobre la implantación de T2S se han ido identificando nuevas áreas que deben armonizarse y que se han abordado directamente en el ámbito del proyecto o se han remitido al grupo CESAME II o a su sucesor, el EGMI (para más detalles, véase la sección 2.2 del capítulo 2), o a otros organismos competentes.

Por último, en el ámbito de la gestión de los activos de garantía, en 2010 continuaron los trabajos para el establecimiento de una plataforma única denominada «Collateral Central Bank Management» (CCBM2) para los BCN de la zona del euro, con el fin de consolidar y aumentar la eficiencia de los sistemas internos del Eurosistema y mejorar la gestión de la liquidez y de los activos de garantía por parte de las contrapartidas (véase la sección 2.3 del capítulo 2), u otros organismos pertinentes.

²⁷ Véase la propuesta de la Comisión Europea de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establecen requisitos técnicos para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros y se modifica el Reglamento (CE) n° 924/2009 (COM (2010) 775 final), que puede consultarse en el sitio web de la Comisión (ec.europa.eu).

²⁸ Las «barreras Giovannini» se refieren a una serie de barreras que obstaculizan la integración de la infraestructura de compensación y liquidación de la UE y que fueron identificadas por el Grupo Giovannini, un grupo de expertos en mercados financieros que asesora a la Comisión Europea. Las barreras concretas identificadas pueden encontrarse en dos informes del Grupo titulados *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, noviembre de 2001 y *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, abril de 2003. Véase también el sitio web de la Comisión Europea.

4 VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores son infraestructuras básicas necesarias para el adecuado funcionamiento de las economías de mercado. Son indispensables para un intercambio eficiente de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros, y su buen funcionamiento es clave para la aplicación de la política monetaria de los bancos centrales y para mantener la estabilidad y la confianza en la moneda, en el sistema financiero y en la economía en general. Una de las principales tareas del Eurosistema es promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, misión que lleva a cabo de tres maneras: desarrollando funciones operativas, realizando actividades de vigilancia y actuando como catalizador.

La función de vigilancia del Eurosistema tiene por objetivo garantizar la seguridad y la eficiencia de los sistemas de pago y de liquidación de valores, de las entidades de contrapartida central que procesan operaciones en euros y de los instrumentos de pago, mediante el seguimiento y la evaluación de estos sistemas y, en su caso, propiciando cambios en los mismos.

En septiembre de 2010, el BCE publicó un libro titulado «The payment system – payments, securities and derivatives and the role of the Eurosystem», que ofrece una visión general de los conceptos básicos de las infraestructuras de mercado y describe el panorama de la zona del euro y el papel del Eurosistema, incluyendo, entre otras, su función de vigilancia.

4.1 SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS Y PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFRAESTRUCTURAS

Los sistemas de grandes pagos son la columna vertebral de las infraestructuras de mercado de la zona del euro y desempeñan una función importante en el mantenimiento de la estabilidad y de la eficiencia del sector financiero y de la economía en general. El Eurosistema aplica un marco de vigilancia bien definido a todos los sistemas de grandes pagos que liquidan operaciones en euros, tanto a sus propios

sistemas como a los privados. Este marco se basa en unos criterios aceptados a escala internacional, los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistemática (CPSIPS), definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y adoptados por el Consejo de Gobierno en 2001. Estos principios se complementan con los Criterios de Vigilancia para la Continuidad de Negocio (BCOE) de los sistemas de pago con importancia sistémica, que el Consejo de Gobierno adoptó en 2006, fijando el mes de junio de 2009 como fecha límite para su aplicación por el sector.

Los principales sistemas de pago que liquidan operaciones en euros (TARGET2, EURO1 y CLS) y los proveedores de servicios de infraestructuras (como SWIFT) dieron prueba de su estabilidad y capacidad de resistencia en 2010.

TARGET2

En 2010, los responsables de la vigilancia de TARGET2 del Eurosistema se centraron en los aspectos del riesgo operacional que, según el Instrumento de Priorización basada en el Riesgo²⁹, requerían una mayor atención. Por consiguiente, una de las principales actividades de vigilancia fue la finalización de la evaluación del cumplimiento de los BCOE, que confirmó que el marco de continuidad de negocio de TARGET2 está, en general, bien afianzado y asegura un nivel suficientemente alto y uniforme de resistencia, aunque se recomendó introducir ciertas mejoras en el marco. Los responsables de la vigilancia trataron también con el operador los trabajos de seguimiento de la evaluación exhaustiva realizada en 2009 y, en particular, la recomendación relacionada con el marco de continuidad de negocio. Por otra parte, en el contexto de las actividades periódicas de vigilancia, se revisó la metodología de seguimiento de las incidencias.

²⁹ El instrumento de priorización basada en el riesgo permite a los responsables de la vigilancia concentrarse en los elementos y áreas que plantean los mayores riesgos. Este instrumento se viene aplicando a TARGET2 desde 2009.

Además, una nueva versión de TARGET2 entró en funcionamiento el 22 de noviembre de 2010. Antes de su puesta en marcha, los responsables de la vigilancia evaluaron las nuevas funcionalidades y, en particular, el acceso por Internet a TARGET2, de acuerdo con los CPSIPS aplicables. Concluyeron que, en general, la nueva versión no afectará negativamente al cumplimiento de los CPSIPS por parte de TARGET2, y que varias de las modificaciones eliminan ciertas deficiencias del sistema y permitirán ofrecer un mejor nivel de servicios a los clientes de TARGET2.

Desde el 1 de julio de 2010, los bancos centrales del Eurosistema han ido disponiendo gradualmente del Simulador de TARGET2, un instrumento analítico basado en datos sobre las operaciones de pago. Una vez puesto a punto, el simulador permitirá a los responsables de la vigilancia replicar fielmente y realizar pruebas de resistencia del proceso de liquidación en TARGET2, utilizando un conjunto de datos a escala paneuropea sobre la actividad de TARGET2, que incluye todas las operaciones, además de información sobre las posiciones de liquidez y datos de los participantes.

EURO1

EURO1 es un sistema de grandes pagos en euros para operaciones nacionales y transfronterizas entre entidades de crédito que operan en la UE. El sistema está gestionado por EBA Clearing Company, la sociedad para la compensación de la Asociación Bancaria del Euro. EURO1 es un sistema de liquidación multilateral neta en el que las posiciones de fin de día de sus participantes se liquidan, en última instancia, en dinero de banco central a través del sistema TARGET2. El BCE actúa como agente liquidador.

En 2010, se realizaron principalmente tres actividades de vigilancia relacionadas con EURO1. En primer lugar, se completó la evaluación del sistema de acuerdo con los BCOE. Como resultado de esta evaluación, se formularon a EBA Clearing Company algunas recomendaciones de importancia menor sobre EURO1, a fin de que adoptara las medidas

necesarias para lograr el pleno cumplimiento de los BCOE. En segundo lugar, el BCE, en estrecha colaboración con el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, el Banque de France, la Banca d'Italia y el De Nederlandsche Bank, inició el proceso de evaluación general de EURO1 de acuerdo con los CPSIPS. Finalmente, el BCE evaluó, junto con la Banca d'Italia, una modificación importante introducida en EURO1 en 2010: la migración de su proceso de liquidación de fin de día en TARGET2 desde el interfaz para participantes basado en mensajería FIN al interfaz para sistemas vinculados basado en mensajería XML (ASI). La evaluación puso de manifiesto que esta migración no afectará negativamente al cumplimiento de los CPSIPS por parte de EURO1. Desde el 7 de junio de 2010, EURO1 ha liquidado sin problemas sus operaciones diarias a través del ASI en TARGET2 y el sistema, en general, ha funcionado satisfactoriamente a lo largo de 2010.

SISTEMA CLS

El sistema CLS (Continuous Linked Settlement), creado en septiembre de 2002, está gestionado por CLS Bank International (CLS Bank). Este sistema ofrece un servicio multdivisa de liquidación simultánea (es decir, pago contra pago) de órdenes de pago relacionadas con operaciones de divisas. Al realizar la liquidación mediante el mecanismo de pago contra pago, el sistema CLS elimina prácticamente el riesgo de principal asociado a la liquidación de las operaciones de divisas. En la actualidad, CLS liquida diecisiete de las monedas más negociadas en el mundo, entre las que figuran el euro, el dólar estadounidense, el yen japonés, la libra esterlina y el franco suizo.

Dado que la sede de CLS Bank se encuentra en Estados Unidos, la Reserva Federal asume la responsabilidad principal de la vigilancia del sistema CLS, a tenor de un acuerdo de vigilancia cooperativa que incluye a los bancos centrales del G 10 y a los bancos centrales emisores de las monedas que se liquidan a través de CLS. En estrecha colaboración con los BCN de la zona del euro, el BCE también ha

suscrito este acuerdo de colaboración y asume la responsabilidad principal de la vigilancia de la liquidación de las operaciones en euros realizadas a través de CLS.

En 2010, la vigilancia cooperativa de CLS se centró, principalmente, en la mejora de la capacidad operativa de CLS (en respuesta a los picos en el número de operaciones diarias alcanzados en mayo de 2010) y en el seguimiento de las nuevas actividades e iniciativas emprendidas por CLS.

SWIFT

SWIFT tiene importancia desde el punto de vista de la estabilidad financiera, ya que proporciona servicios de mensajería seguros a la comunidad financiera en más de 210 países de todo el mundo. SWIFT es una sociedad cooperativa de responsabilidad limitada establecida en Bélgica. A través de su participación en la vigilancia cooperativa de SWIFT llevada a cabo por el G 10, el BCE contribuye a distintas actividades de vigilancia realizadas por el grupo de vigilancia cooperativa, siendo el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique el responsable principal de la vigilancia. En 2010, las actividades de este grupo se centraron en la puesta en marcha del programa de arquitectura distribuida orientado a rediseñar la arquitectura técnica de SWIFT, principalmente a través de la creación de dos zonas de mensajería (europea y transatlántica), la construcción de un nuevo centro de operaciones en Europa y el establecimiento de un nuevo centro de control y mando en Asia. Otras importantes actividades realizadas en 2010 fueron la revisión del funcionamiento operativo y de la disponibilidad de servicios de SWIFT; el seguimiento de nuevos proyectos que pudieran influir negativamente en la confidencialidad, integridad y disponibilidad de servicios críticos de SWIFT; y el análisis del posible impacto que un programa de optimización de costes puesto en marcha por SWIFT pudiera tener sobre la capacidad de resistencia y la disponibilidad de servicios de mensajería. El nivel de disponibilidad de la red SWIFTNet FIN en 2010 fue del 99,99%.

4.2 SISTEMAS E INSTRUMENTOS DE PEQUEÑOS PAGOS

El Eurosistema también es responsable de la vigilancia de los sistemas e instrumentos de pequeños pagos.

STEP2 es un sistema transfronterizo de pequeños pagos en euros operado por EBA Clearing Company, de cuya vigilancia la responsabilidad principal corresponde al BCE. En 2010, el BCE siguió realizando el seguimiento de los servicios de STEP2, verificando su disponibilidad y buen funcionamiento. Un importante avance logrado en 2010 fue la puesta en marcha de una nueva funcionalidad con varios ciclos para el servicio de transferencias SEPA, que permite a las entidades de crédito de STEP2 intercambiar y liquidar transferencias SEPA varias veces al día.

En 2010, el Eurosistema progresó en las evaluaciones individuales de las redes de tarjetas de pago que operan en la zona del euro, para comprobar que se ajustan a los estándares de vigilancia para estas redes aprobados en enero de 2008. Tras un proceso de revisión entre las autoridades de vigilancia, está prevista la publicación de un informe sobre los resultados generales de estas evaluaciones en 2011.

El Eurosistema ha publicado la versión final de los marcos de vigilancia para las transferencias y los adeudos directos y aplicará estos marcos a las transferencias y los adeudos directos SEPA. Si lo considera oportuno, cada BCN podría aplicar estos estándares a la vigilancia de instrumentos de pago nacionales distintos de los instrumentos SEPA.

4.3 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES Y DERIVADOS

El Eurosistema tiene especial interés en el adecuado funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores, debido a que la ejecución de la política monetaria,

la buena operativa de los sistemas de pago y el mantenimiento de la estabilidad financiera podrían verse comprometidos por fallos en la compensación, liquidación y custodia de los activos de garantía.

INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO PARA LOS DERIVADOS OTC*

En respuesta a los compromisos del G 20, anunciados en las cumbres de Pittsburgh y Toronto, para asegurar avances efectivos hacia la negociación electrónica y la utilización de las entidades de contrapartida central (ECC) para los derivados OTC estandarizados, y hacia la comunicación de todos los contratos de derivados OTC a los Registros de Operaciones, a lo largo de 2010 se realizó un extenso trabajo en estos temas. Ello incluyó iniciativas legislativas en las principales jurisdicciones, sobre todo la UE y Estados Unidos, encaminadas a establecer obligaciones vinculantes para la compensación central de todos los derivados OTC admisibles, la comunicación efectiva de todos los contratos a los Registros de Operaciones y requisitos de seguridad y solidez para las infraestructuras de derivados OTC. En la UE, donde el marco común para las ECC se había basado anteriormente en recomendaciones no vinculantes del SEBC y del Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR), la labor legislativa referida a las infraestructuras de derivados OTC se complementó con propuestas de un conjunto más amplio de reglas comunes para las ECC de la UE aplicables a todas las clases de productos financieros. El 15 de septiembre de 2010, la Comisión Europea presentó una propuesta de regulación de los derivados OTC, de las ECC y de los Registros de Operaciones. El BCE participó activamente en el desarrollo de esta propuesta legislativa. En julio de 2010, el Eurosistema presentó una contribución a una consulta de la Comisión de la UE sobre este tema.

Con objeto de fomentar la convergencia de los enfoques legislativos entre jurisdicciones, los organismos internacionales que establecen los estándares han trabajado intensamente en desarrollar directrices comunes para las

infraestructuras de derivados OTC. En mayo de 2010, el CPSS y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) sometieron a consulta pública dos documentos, titulados «Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs» y «Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets». Los resultados de estos trabajos, copresididos por el BCE, se incorporarán a la revisión general del CPSS-IOSCO de los estándares internacionales para las infraestructuras de los mercados financieros y se prevé publicar, a comienzos de 2011, un borrador de los estándares revisados, como documento de consulta. Dada la naturaleza global de los mercados de derivados OTC y la consiguiente necesidad de eliminar cualquier posibilidad de arbitraje regulator, habrá que asegurar que todas las legislaciones nacionales y regionales se apliquen de tal manera que se garantice una estrecha coincidencia con los estándares del CPSS-IOSCO.

Con el mismo propósito, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha elaborado unas propuestas orientadas a que las autoridades adopten un enfoque común en la aplicación de las recomendaciones del G 20 que preconizaban promover la estandarización, la compensación central, la negociación en plataformas organizadas y la comunicación de los contratos de derivados OTC a los Registros de Operaciones. El BCE participó en el grupo de trabajo del FSB en el que se elaboraron estas propuestas, que se publicaron el 25 de octubre de 2010.

TARGET2-SECURITIES

TARGET2-Securities (T2S) es una infraestructura que tiene por objeto agrupar todos los valores europeos en una plataforma única sin fronteras y ofrecer un servicio de liquidación básico y neutral. En el transcurso de 2010 se publicó información más detallada sobre el diseño y el marco operativo y legal de

* N. del T. OTC - Over the counter: negociado directamente entre las partes, fuera del ámbito de los mercados organizados.

T2S y el Eurosistema reunió a representantes de los bancos centrales y de los supervisores en unos seminarios destinados a estudiar el carácter crítico de T2S para las infraestructuras de pago y los depositarios centrales de valores (DCV) que utilizarán los servicios de T2S. Asimismo, dado que T2S ofrecerá servicios transfronterizos a DCV e infraestructuras de pago de países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro, un elevado número de supervisores, de responsables de la vigilancia y de bancos centrales emisores de las monedas que se liquidarán en T2S tendrán interés en recibir información de T2S, para poder desempeñar sus funciones estatutarias. Hasta el momento, todas las autoridades competentes han apoyado la idea de establecer un marco cooperativo para la vigilancia y supervisión de los servicios de T2S. Este marco no afectaría a la potestad legal de las distintas autoridades sobre los sistemas nacionales, o al ejercicio de esta potestad. En cuanto el citado marco cooperativo quede aprobado, se informará a los participantes en T2S. Durante la fase de desarrollo todas las autoridades competentes iniciaron una revisión preliminar del diseño de T2S.

4.4 OTRAS ACTIVIDADES

En septiembre de 2010, el BCE publicó un informe en el que se resumían los resultados de una evaluación exhaustiva del cumplimiento de los BCOE por parte de los sistemas de pago de importancia sistémica que operan en países de la zona del euro. Además de TARGET2 y EURO1, la evaluación incluyó los sistemas de pequeños pagos de importancia sistémica. Los resultados confirmaron que los operadores de los respectivos sistemas disponen de mecanismos de continuidad de negocio y de comunicación en caso de crisis con un elevado nivel de calidad. Se formularon algunas recomendaciones en relación con ciertas deficiencias que no plantean un riesgo significativo.



El Grossmarkthalle albergará el centro de visitantes, un restaurante para los empleados, una cafetería y salas de conferencias. Estas áreas se integrarán en el vestíbulo como edificios independientes, de modo que ha sido necesario construir una nueva estructura interior para soportar estos nuevos equipamientos. Por tanto, el suelo original del mercado y sus subestructuras se retiraron en 2010.

CAPÍTULO 5

ASUNTOS EUROPEOS

I CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

En 2010, el BCE siguió manteniendo sus contactos habituales con las instituciones y foros europeos, en particular con el Parlamento Europeo, el Eurogrupo, el Consejo ECOFIN y la Comisión Europea. El presidente del BCE participó de forma habitual en las reuniones del Eurogrupo, así como en las reuniones del Consejo ECOFIN en las que se debatieron temas relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC. Además, el presidente del BCE fue invitado a participar en las reuniones del Consejo Europeo, así como en reuniones informales a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno, en las que se trataron temas relacionados con las medidas adoptadas por la UE frente a la crisis económica y financiera. El presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno cuando lo estimaron oportuno.

MEDIDAS ADOPTADAS POR LA UE FRENTE A LA CRISIS FINANCIERA

La crisis económica y financiera entró en una nueva etapa a principios de 2010, cuando los desequilibrios presupuestarios de algunos países de la zona del euro comenzaron a reflejarse en un aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. En particular, el incremento de los rendimientos de la deuda soberana de Grecia creó un riesgo de efectos de contagio negativos que amenazó con poner en peligro la estabilidad más general de la zona del euro. Para hacer frente a la situación, el 2 de mayo de 2010, los países de la zona acordaron poner en marcha, junto con el FMI, un programa de asistencia financiera de tres años para Grecia¹. El conjunto de medidas financieras ponía a disposición del país 80 mm de euros en préstamos bilaterales aportados por los países de la zona del euro y un Acuerdo Stand-by con el FMI por un importe máximo de 30 mm de euros. El desembolso de los fondos se condicionó a que las autoridades griegas pusieran en marcha el ambicioso programa de ajuste fiscal y reformas estructurales integrales negociado por la Comisión Europea, en coordinación con el BCE, y el FMI². El BCE participó, junto con la Comisión Europea y el FMI, en las misiones

conexas encargadas de analizar la situación en Grecia.

A pesar de estas medidas, las tensiones en los mercados financieros siguieron intensificándose y registraron una abrupta escalada los días 6 y 7 de mayo de 2010. En vista de la situación, el 7 de mayo, los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro encargaron al Consejo ECOFIN que decidiera sobre la creación de un mecanismo de estabilización para preservar la estabilidad financiera en Europa. El 9 de mayo, los Estados miembros acordaron crear dos mecanismos generales para proporcionar asistencia financiera a los países de la UE que se vieran afectados por graves perturbaciones económicas o financieras. En primer lugar, el ECOFIN adoptó un Reglamento por el que se establecía el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés), que permite a la Comisión Europea obtener hasta 60 mm de euros en nombre de la UE para proporcionar asistencia financiera a los Estados miembros de la UE que experimenten o se vean amenazados por graves dificultades atribuibles a circunstancias excepcionales que escapen a su control. En segundo lugar, los países de la zona del euro crearon, con carácter intergubernamental, la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés). La EFSF se constituyó como una sociedad de responsabilidad limitada, autorizada para emitir valores de deuda garantizados, hasta un total de 440 mm de euros por los países de la zona del euro en base a prorrato, para otorgar préstamos a países de la zona del euro. Los préstamos concedidos con cargo a los recursos del EFSM y de la EFSF están sujetos a una estricta condicionalidad y se otorgan en el contexto de programas conjuntos con el FMI, del que se espera que aporte financiación equivalente como mínimo al 50% de la contribución de la UE/zona del euro a cada programa.

¹ Eslovaquia decidió no participar en el programa.

² Para más información sobre el saldo vivo de los préstamos a Grecia, véase la sección 6.3 del capítulo 2.

El 21 de noviembre, Irlanda solicitó asistencia financiera del FMI, la UE y los países de la zona del euro. El BCE manifestó su satisfacción por esta solicitud y coincidió con la Comisión Europea, el Consejo ECOFIN y el Eurogrupo en que la prestación de asistencia a Irlanda estaba justificada por la necesidad de preservar la estabilidad financiera en la UE y en la zona del euro. El programa fue suscrito con las autoridades irlandesas por la Comisión y el FMI, en colaboración con el BCE, y está sujeto a una estricta condicionalidad en materia de políticas.

Los días 16 y 17 de diciembre, el Consejo Europeo acordó crear un Mecanismo Europeo de Estabilidad que sustituirá al EFSM y a la EFSF a partir de junio de 2013. El Consejo Europeo solicitó a los ministros de Hacienda de la zona del euro y a la Comisión que concluyan los trabajos para alcanzar un acuerdo intergubernamental que permita la creación de dicho mecanismo en marzo de 2011 a más tardar. Los países no pertenecientes a la zona del euro pueden participar en esta tarea si así lo desean. Estos países podrán optar por participar en las operaciones que realice el Mecanismo, de forma puntual. El Consejo Europeo aprobó el texto de una modificación limitada del Tratado para reflejar esta decisión, que se adoptará mediante el procedimiento de revisión simplificado.

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

El 16 de febrero de 2010, el Consejo ECOFIN adoptó decisiones, dentro del marco de supervisión presupuestaria, con respecto a dos países de la zona del euro (Grecia y Malta) y cinco países no pertenecientes a la zona: Letonia, Lituania, Hungría, Polonia y Rumanía. El Consejo amplió el plazo para corregir los déficits excesivos de los países desde 2010 hasta 2011 en el caso de Malta, y desde 2011 hasta 2012 en lo referente a Lituania y Rumanía, debido a un deterioro de sus economías mayor de lo previsto. Con respecto a estos dos últimos países, el Consejo observó el 19 de octubre que las medidas adoptadas eran adecuadas y que no era necesario tomar ninguna medida adicional en los procedimientos de déficit excesivo. Además,

el Consejo evaluó las medidas adoptadas por Letonia, Hungría y Polonia, y decidió que los tres países habían actuado hasta entonces de acuerdo con las recomendaciones del procedimiento de déficit excesivo y que no era necesario adoptar otras medidas. En cuanto a Grecia, el Consejo, formuló e hizo pública una recomendación relativa a las Orientaciones generales de política económica. Además, identificó una lista de medidas estructurales y fiscales que Grecia debería adoptar para corregir su déficit excesivo a más tardar en 2012. También se invitó a Grecia a presentar al Consejo y a la Comisión Europea un informe en el que se describieran con mayor detalle las medidas y el calendario de aplicación para alcanzar los objetivos presupuestarios de 2010. Por último, se exigió a Grecia que informara periódica y públicamente sobre las medidas adoptadas³.

En mayo de 2010, tras una considerable volatilidad en los mercados de deuda soberana, los Estados miembros expresaron su firme compromiso político con las medidas de consolidación fiscal. En su declaración del 7 de mayo, los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro subrayaron su determinación de garantizar la estabilidad, la unidad y la integridad de la zona del euro y acordaron tomar todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos fiscales en consonancia con las recomendaciones del procedimiento de déficit excesivo. En las conclusiones del Consejo ECOFIN del 9 de mayo, los Estados miembros reafirmaron su firme compromiso con el objetivo de acelerar la consolidación fiscal cuando la situación lo justificase.

El 13 de julio, el Consejo decidió que se registraban déficits excesivos en otros dos países de la zona del euro (Chipre y Finlandia) y en otros dos no pertenecientes a la zona (Bulgaria y Dinamarca) y fijó unos plazos (2011 en el caso de Bulgaria y Finlandia, 2012 para Chipre y 2013 para Dinamarca) para que estos países redujeran sus respectivos déficits públicos por debajo del

³ El 10 de mayo de 2010, el Consejo amplió hasta 2014 el plazo para corregir el déficit excesivo de Grecia.

valor de referencia del 3% del PIB. Asimismo, el Consejo evaluó las medidas adoptadas por 11 países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia) y dos países no pertenecientes a la zona (República Checa y Reino Unido) sujetos a procedimientos de déficit excesivo, y decidió que, hasta ese momento, todos los países habían actuado de conformidad con las recomendaciones de dichos procedimientos y que no era necesario, en esa etapa, adoptar medidas adicionales. Sin embargo, en el caso de Irlanda, el Consejo decidió, el 7 de diciembre, prorrogar un año el plazo para corregir el déficit excesivo, hasta 2015, habida cuenta de los acontecimientos económicos adversos e imprevistos cuyas consecuencias para las finanzas públicas han sido muy desfavorables.

Tras la adopción de estas decisiones, todos los Estados miembros, salvo Estonia, Luxemburgo y Suecia, quedaron sujetos a procedimientos de déficit excesivo, fijándoseles unos plazos para corregir dicho déficit que iban desde 2011 hasta 2015.

El BCE expresa su satisfacción por las decisiones relativas a los nuevos procedimientos de déficit excesivo. Por lo que respecta a la evaluación de las medidas efectivas, en 2010 el ajuste estructural en algunos países fue algo menor de lo que requerían las recomendaciones del Consejo; por su parte, las medidas planificadas tampoco se ajustaron íntegramente a las recomendaciones.

ESTRATEGIA EUROPA 2020

El 17 de junio de 2010, el Consejo Europeo adoptó «Europa 2020: una estrategia para el empleo y un crecimiento inteligente, sostenible e integrador». Dicha estrategia tiene por objeto aumentar el potencial de crecimiento y proporciona un marco coherente a los Estados miembros para implementar las reformas estructurales y movilizar políticas e instrumentos a nivel de la UE. Se cimenta en las experiencias

de su antecesora, la estrategia de Lisboa, y aborda algunos de los aspectos mejorables de esta última, especialmente, reforzando el papel del Consejo Europeo, y apoyándose, en mayor medida, en iniciativas de política a nivel de la UE, en particular, en las siete «iniciativas insignia» temáticas. Para orientar la formulación de las políticas, el Consejo Europeo ha establecido varios objetivos cuantitativos que deberán cumplirse dentro del horizonte que abarca la estrategia en relación con el empleo, la I+D, el cambio climático y la energía, la educación y la pobreza. La Estrategia Europa 2020 se pondrá en marcha a partir de comienzos de 2011. El BCE expresa su satisfacción por los cambios en materia de gobernanza, en particular, el papel más destacado del Consejo Europeo y la introducción del «Semestre Europeo». Durante dicho semestre (los seis primeros meses del año), el Consejo Europeo identificará los principales desafíos económicos y prestará asesoramiento respecto a las estrategias de política económica que los Estados miembros deberán tener en cuenta en la formulación de sus políticas. Además, el BCE considera positiva la introducción de nuevos instrumentos como el pilar temático a nivel de la UE, que se centrará en las reformas estructurales en los ámbitos de la innovación y la I+D, la energía y el cambio climático, el empleo, la educación y la inclusión social. El pilar temático a nivel de la UE se sustenta en siete iniciativas insignia propuestas por la Comisión, que tienen por objeto respaldar las medidas de reforma que adopten los Estados miembros en estas áreas, y debería reforzar el marco de supervisión para los Estados miembros y, por consiguiente, favorecer la consecución de los objetivos de la estrategia. Sin embargo, no todos los elementos en los que se hacía hincapié en anteriores deliberaciones, como la necesidad de comunicar mejor la estrategia, se han desarrollado en el mismo grado. Como antes, el éxito de la estrategia dependerá, en última instancia, de que los Estados miembros adopten con determinación las ambiciosas medidas de reforma.

RELANZAR EL MERCADO ÚNICO

Los esfuerzos por completar el mercado único de la UE cobraron nuevo impulso en 2010. Mario Monti, un antiguo miembro de la Comisión Europea, que fue, entre otros, responsable de Mercado Interior, Servicios Financieros y Política Fiscal, fue invitado por el Presidente de la Comisión, el Sr. Barroso, a preparar un informe sobre el futuro del mercado único, y lo presentó en mayo de 2010. En dicho informe se instaba a los Estados miembros de la UE a vencer la aparente «fatiga de la integración» e impulsar la integración económica a nivel de la UE. A tal efecto, el informe presenta varias propuestas que incluyen completar el mercado único de servicios y fomentar el respaldo del público a dicho mercado.

En relación con el informe del Sr. Monti, la Comisión propuso, en octubre de 2010, una serie de medidas encaminadas a relanzar el mercado único en forma de «Ley del mercado único». En consonancia con la estrategia Europa 2020, el objetivo último que persigue esta ley es estimular el crecimiento y fomentar el empleo en los Estados miembros. Tras una consulta pública, se prevé que la Comisión presente propuestas legislativas en la primavera de 2011. Entre las prioridades propuestas, cabe señalar la creación de una patente de la UE, el acceso de las pequeñas y medianas empresas al capital y el reconocimiento mutuo de las cualificaciones profesionales. Además, existen varias iniciativas orientadas a reducir las barreras al comercio electrónico y estimular el crecimiento en la economía digital. Junto con la puesta en marcha de la Directiva sobre Servicios en los Estados miembros, estas iniciativas son pasos importantes para profundizar en la unión económica y cuentan con el pleno apoyo del BCE.

2 ASPECTOS INSTITUCIONALES

En noviembre de 2010, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE aprobaron la reforma de la arquitectura de supervisión de la UE. Se crearon tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión para reforzar la supervisión microprudencial en los ámbitos de la banca (Autoridad Bancaria Europea), los seguros y los fondos de pensiones (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), así como los valores y los mercados (Autoridad Europea de Valores y Mercados), mientras que la recién creada Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) reforzará la supervisión macroprudencial. Al BCE se le encomienda la tarea específica de asegurar el desempeño de la función de secretaría de la JERS. Para más información sobre estos temas, véase el capítulo 6.

3 MEJORA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA EN LA UE

La crisis económica y financiera y las turbulencias en los mercados de deuda soberana también pusieron de manifiesto los desafíos que se plantean para la gobernanza económica de la zona del euro y la UE. En respuesta a esos desafíos, el Consejo Europeo, en su reunión de marzo de 2010, encargó a su Presidente, el Sr. Van Rompuy, establecer, en colaboración con la Comisión Europea, un grupo de trabajo con representantes de los Estados miembros, la Presidencia rotatoria del Consejo y el BCE, para formular propuestas encaminadas a reforzar el marco de vigilancia de la UE, en particular la supervisión presupuestaria, y mejorar el marco de resolución de las crisis. En junio de 2010, el BCE presentó varias propuestas para fortalecer con determinación las estructuras de gobernanza y observar las normas del marco de política económica de la zona del euro.

En el informe del grupo de trabajo se presentaron propuestas sobre cinco temas: mayor disciplina fiscal, ampliación del alcance de la vigilancia económica para incluir los desequilibrios macroeconómicos y la competitividad, coordinación más profunda y más amplia (especialmente durante el «Semestre Europeo»), un marco robusto para la gestión de crisis, así como instituciones más sólidas para una gobernanza económica más eficaz. En octubre de 2010, el Consejo Europeo aprobó el informe del grupo de trabajo y pidió la adopción «por la vía rápida» de la legislación secundaria necesaria para la puesta en práctica de sus recomendaciones.

En este contexto, la Comisión ya formuló propuestas en septiembre de 2010 en relación con la reforma del marco de supervisión presupuestaria y la creación de un nuevo mecanismo de supervisión para identificar y corregir los desequilibrios macroeconómicos incipientes en la UE y en la zona del euro. Además, los días 28 y 29 de octubre de 2010, los Jefes de Estado y de Gobierno coincidieron en la necesidad de que los Estados miembros establezcan un mecanismo permanente de

gestión de crisis. Está prevista una modificación limitada del Tratado.

Si bien las propuestas presentadas por la Comisión representan un fortalecimiento del marco actual de vigilancia macroeconómica y presupuestaria en la UE, no llegan a alcanzar el «salto cualitativo» que solicitaba el Eurosistema para reforzar los fundamentos institucionales de la UEM y, por lo tanto, para avanzar hacia una unión económica más profunda, coherente con el grado de integración e interdependencia económicas ya alcanzadas a través de la Unión Monetaria⁴. El Eurosistema está particularmente preocupado por el insuficiente automatismo en la implementación de los procedimientos e insta a que se introduzcan medidas políticas y de reputación, además de sanciones económicas, con el fin de promover el pronto cumplimiento del marco de vigilancia. Además, un órgano consultivo independiente a escala de la UE debería evaluar la calidad y la independencia de la supervisión de las economías. En el ámbito de la supervisión de las finanzas públicas, la discrecionalidad que se otorgó al Consejo en la valoración de la existencia de un déficit excesivo o en la valoración del cumplimiento del criterio de la deuda debería reducirse, así como anular las modificaciones introducidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2005, que proporcionaban a los Estados miembros un mayor margen de maniobra bajo el Pacto. Por otra parte, los requisitos para alcanzar el objetivo presupuestario a medio plazo de un país deberían ser ambiciosos, especialmente en los Estados miembros con una deuda pública elevada. Para facilitar el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Pacto, los países de la zona del euro deberían implantar con prontitud unos marcos presupuestarios nacionales sólidos y mejorar la calidad de las estadísticas de las finanzas públicas.

4 Dictamen del Banco Central Europeo, de 16 de febrero de 2011, sobre la reforma de la gobernanza económica de la Unión Europea (CON/2011/13).

Por lo que respecta al procedimiento de vigilancia macroeconómica, el nuevo sistema de supervisión mutua tendría que centrarse con determinación en los países de la zona del euro que registran elevados déficits por cuenta corriente, pérdidas de competitividad significativas y niveles elevados de deuda pública y privada, así como otras vulnerabilidades que podrían representar una amenaza para la estabilidad de la zona del euro. Esta supervisión mutua debería incluir mecanismos de activación transparentes y eficaces. Sería esencial que se diera gran publicidad a las evaluaciones de los desequilibrios macroeconómicos y a las recomendaciones de medidas correctivas en todas las etapas del proceso. Asimismo es necesario aplicar sanciones económicas en una fase más temprana y de manera más gradual, con el fin de proporcionar incentivos claros para que se apliquen políticas macroeconómicas adecuadas.

4 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

El BCE prosiguió el diálogo de política económica con los bancos centrales de los países candidatos a la UE mediante reuniones bilaterales y dentro del marco institucional general del proceso de ampliación establecido por la UE.

Las negociaciones de adhesión con Croacia se iniciaron en octubre de 2005. La negociación de los 35 capítulos individuales del acervo comunitario comenzó en junio de 2006 y siguió avanzando hacia su etapa final; a finales de 2010 ya se habían concluido provisionalmente las negociaciones relativas a 28 de ellos. El BCE prosiguió las fructíferas relaciones bilaterales que mantenía con el Banco Nacional de Croacia, en un marco que incluye visitas bilaterales de los respectivos funcionarios y un diálogo anual de alto nivel sobre políticas económicas.

Tras la apertura de las negociaciones de adhesión con Turquía en octubre de 2005, la Comisión Europea comenzó a negociar los capítulos individuales del acervo comunitario en junio de 2006, mes en el que se cerró provisionalmente un capítulo. En diciembre de 2006, el Consejo Europeo decidió, debido a la falta de progresos en la ampliación de la unión aduanera a los Estados miembros de la UE, suspender las conversaciones sobre 8 de los 35 capítulos y no cerrar provisionalmente ningún otro. A finales de 2010 estaban abiertas las negociaciones sobre 13 capítulos y se cerró provisionalmente uno de ellos. El BCE prosiguió el diálogo de alto nivel sobre política económica que mantiene desde hace tiempo con el Banco Central de la República de Turquía.

A la antigua República Yugoslava de Macedonia se le reconoció la condición de candidato en 2005. En octubre de 2009, la Comisión Europea recomendó la apertura de las negociaciones de adhesión. No obstante, la fecha de comienzo de las negociaciones formales sigue abierta, dado que el Consejo Europeo ha pospuesto su decisión en dos ocasiones, en diciembre de 2009 y en junio de 2010. Los contactos a nivel técnico entre el BCE y el

Banco Nacional de la República de Macedonia continuaron siendo estrechos.

Islandia es un país candidato desde el 17 de junio de 2010. Las negociaciones de adhesión se iniciaron formalmente el 27 de julio de 2010 y el proceso de revisión de la legislación islandesa comenzó en noviembre de 2010. Dado que Islandia forma parte del Espacio Económico Europeo, su legislación coincide ya con la legislación de la UE en varios ámbitos importantes.

El 17 de diciembre de 2010, el Consejo Europeo decidió reconocer a Montenegro la condición de país candidato, de conformidad con la recomendación de la Comisión en su Dictamen de 9 de noviembre de 2010. Todavía no se ha decidido la fecha de inicio de las negociaciones de adhesión.



La losa de cimentación de la torre de oficinas tiene un espesor de tres metros aproximadamente. Se han necesitado unas 4.200 toneladas de acero para reforzar el hormigón.

**TAREAS RELACIONADAS
CON EL FUNCIONAMIENTO
DE LA JUNTA
EUROPEA DE RIESGO
SISTÉMICO (JERS)**

I MARCO INSTITUCIONAL

MARCO JURÍDICO Y MANDATO

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)* se estableció en virtud del Reglamento (UE) nº 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico¹ y del Reglamento del Consejo (UE) nº 1096/2010 por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico². Los dos reglamentos entraron en vigor el 16 de diciembre de 2010, al día siguiente de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Junto con las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), establecidas el 1 de enero de 2011, el Comité Conjunto de las AES y los supervisores nacionales que integran las AES, la JERS forma parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), cuyo objetivo es garantizar la supervisión del sistema financiero de la UE.

Dentro del SESF, la JERS es un órgano independiente responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. Contribuye a la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera en la Unión que se origina por circunstancias en la evolución del sistema financiero, para evitar así periodos de tensiones financieras generalizadas.

La JERS se encarga de recopilar y analizar toda la información necesaria y pertinente, identificar y priorizar los riesgos sistémicos, y emitir avisos y recomendaciones para la adopción de medidas correctoras en respuesta a los riesgos detectados. Los avisos y recomendaciones podrán ser públicos o confidenciales, ser de carácter general o específico e ir dirigidos a la Unión en su conjunto, a uno o más Estados miembros, a una o más AES, o a una o más autoridades nacionales de supervisión. La Comisión podrá también ser destinataria de recomendaciones en relación con la legislación pertinente de la Unión.

Los destinatarios de las recomendaciones comunicarán a la JERS y al Consejo las actuaciones emprendidas en respuesta a las recomendaciones y facilitarán una justificación adecuada de cualquier inacción («actuar o explicar»). Si la JERS decide que su recomendación no ha sido seguida, informará, siguiendo normas estrictas de confidencialidad, a los destinatarios, al Consejo y, en su caso, a la AES de que se trate.

ESTRUCTURA DE LA JERS

El presidente del BCE presidirá la JERS durante sus primeros cinco años de existencia. El vicepresidente primero es Mervyn King, gobernador del Bank of England, también por un período de cinco años. El vicepresidente segundo es el presidente del Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión, actualmente Andrea Enria, en calidad de presidente de la Autoridad Bancaria Europea, según un régimen anual de rotación previsto en la legislación.

La estructura de la JERS se compone de una Junta General, un Comité Director, un Comité Científico Consultivo (CCC), un Comité Técnico Consultivo (CTC) y una Secretaría.

La Junta General es el único órgano rector de la JERS. Su reunión inaugural tuvo lugar el 20 de enero de 2011. El Comité Director, que prepara, en particular, las reuniones de la Junta General, y el CTC, que incluye las mismas instituciones que la Junta General y que proporcionará asesoramiento y asistencia en relación con cuestiones pertinentes para las labores de la JERS, en concreto, la revisión periódica de la situación de la estabilidad financiera en la UE, también han iniciado sus actividades. En el caso del CCC, el otro comité consultivo, que incorporará los análisis efectuados por expertos del mundo académico en la actividad de la JERS, la selección de sus miembros tuvo lugar en el primer trimestre de

* N.del T.: European Systemic Risk Board (ESRB).

1 Reglamento (UE) nº 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, DO L 331, de 15.12.2010, p. 1.

2 Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo, de 17 de noviembre de 2010, DO L 331, de 15.12.2010, p. 162.

2011 tras la publicación de una solicitud de expresión de interés en el Diario Oficial de la Unión Europea. La Secretaría es responsable del trabajo diario de la JERS y prestará apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo de alta calidad a la JERS. La Secretaría absorbió el personal y se hizo cargo de las tareas de la Secretaría Preparatoria de la JERS, que fue creada en marzo de 2010 (véanse, también, las secciones 2 y 3 de este capítulo).

La JERS también informará de diversas maneras al Consejo sobre los avisos y recomendaciones y sobre su seguimiento.

RENDICIÓN DE CUENTAS

El Reglamento n° 1092/2010 prevé varias maneras de garantizar la rendición de cuentas de la JERS como órgano independiente.

El presidente de la JERS será invitado todos los años a participar en una audiencia ante el Parlamento Europeo con ocasión de la publicación del informe anual de la JERS destinado al Parlamento Europeo y al Consejo. En caso de perturbaciones generalizadas, podrán celebrarse audiencias adicionales. Todas ellas se llevarán a cabo separadamente respecto del diálogo monetario entre el Parlamento Europeo y el Presidente del BCE.

Dos veces al año, como mínimo, o con mayor frecuencia si se considera procedente, el presidente de la JERS mantendrá discusiones de carácter confidencial con el presidente y los vicepresidentes de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo en torno a las actividades que esté llevando a cabo la JERS. El Parlamento Europeo y la JERS celebrarán un acuerdo sobre los procedimientos pormenorizados en relación con estas reuniones, con el fin de garantizar la plena confidencialidad.

El presidente y los vicepresidentes deben exponer ante el Parlamento Europeo, en una audiencia pública, el modo en que cumplirán con las obligaciones derivadas del Reglamento n° 1092/2010. El presidente ha participado en la audiencia de 7 de febrero de 2011.

2 ACTIVIDADES DE LA SECRETARÍA PREPARATORIA DE LA JERS

La Secretaría Preparatoria de la JERS se creó el 1 de marzo de 2010, en virtud de una decisión adoptada por el Comité Ejecutivo, para preparar el establecimiento de la JERS según lo previsto en el acuerdo general alcanzado en el Consejo ECOFIN en diciembre de 2009. A finales de 2010, contaba con 22 empleados permanentes (de los que 11 eran empleados de los BCN en comisión de servicios). Las labores preparatorias se llevaron a cabo de acuerdo con las líneas esbozadas en un plan rector que contemplaba tres áreas de trabajo principales, relativas, respectivamente, a los procedimientos, las políticas y las infraestructuras.

Se establecieron relaciones de trabajo con los futuros miembros de la JERS, que incluían a más de cincuenta supervisores nacionales y tres Comités de nivel 3, precursores de las AES. Se produjeron numerosos intercambios en estos comités a nivel de empleados, directivos y presidentes. La Secretaría Preparatoria contribuyó al establecimiento y al trabajo inicial de dos grupos de alto nivel mixtos creados por el BCE y los tres Comités de nivel 3 sobre la cooperación entre las AES y la JERS, que se ocuparon, respectivamente, del intercambio de datos y de un conjunto de tareas relevantes para el riesgo sistémico.

En lo que se refiere a los procedimientos, el trabajo se centró en los preparativos para el establecimiento de los cinco componentes institucionales de la JERS, lo que suponía la preparación de borradores para i) la decisión de la Junta General de la JERS por la que se establece el reglamento interno de la JERS, ii) el mandato del Comité Científico Consultivo y las modalidades para la selección de sus miembros, y iii) el mandato del Comité Técnico Consultivo y las modalidades para el nombramiento de su presidente.

La Secretaría Preparatoria también inició los trabajos preliminares sobre la estrategia a seguir para cumplir el mandato de supervisión macroprudencial de la JERS sobre el sistema financiero de la UE. Ello incluía la preparación de un documento de consulta que

se distribuyó entre los miembros de la JERS, con vistas a facilitar un planteamiento común de los conceptos fundamentales relativos a la política de la JERS en la importante fase de puesta en funcionamiento, la organización –en colaboración con la Dirección General de Estudios– de seminarios con expertos del mundo académico de alto prestigio, así como la contribución a las posiciones del BCE sobre propuestas de reglamento de la UE.

Una tercera área de trabajo se centró en el establecimiento de infraestructuras para proporcionar apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la JERS. Por ejemplo, se implantó DARWIN (el sistema de gestión documental del BCE) en las instituciones que forman parte de la JERS para permitirles que participen en las tareas de la JERS a través de una conexión de Internet segura para más de 1.000 usuarios. En el mismo sentido, se adoptaron las medidas necesarias para que la JERS contara, tan pronto como empezara a funcionar, con su propio sitio web³, y para que en la primera reunión de la Junta General se pudiera aprobar el logotipo.

³ <http://www.esrb.europa.eu>.

3 APOYO ANALÍTICO, ESTADÍSTICO, LOGÍSTICO Y ADMINISTRATIVO A LA JERS

«El Banco Central Europeo asumirá las funciones de Secretaría y, por ende, proporcionará apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la JERS»⁴. Este apoyo se centrará, en particular, en el seguimiento, identificación y valoración periódicos de los riesgos sistémicos en la UE en su conjunto, lo que incluye el desarrollo y la mejora de herramientas analíticas y metodologías, así como avances en materia de estadísticas para cubrir las lagunas identificadas en los datos, con el fin de llevar a cabo el análisis macroprudencial. En 2010 se trabajó en todos estos campos para preparar el establecimiento de la JERS.

APOYO ANALÍTICO

La principal contribución analítica del BCE a la JERS adopta la forma de un seguimiento e identificación regulares de los riesgos sistémicos para el sistema financiero de la UE y de una valoración del impacto de dichos riesgos, en caso de que lleguen a materializarse. Además, a solicitud de la JERS, el BCE podrá realizar, de manera puntual, estudios específicos sobre cuestiones macroprudenciales y de riesgo sistémico.

Esta contribución regular se basa en la experiencia del BCE, utilizando la organización y la infraestructura adoptadas para llevar a cabo las funciones de estabilidad financiera del BCE. La información en que se sustenta este análisis también incluye la obtenida mediante la intensificación de los esfuerzos para recopilar información sobre los mercados, en particular para respaldar el proceso de identificación del riesgo sistémico. Las labores de valoración y supervisión regulares del riesgo sistémico también dependen, y se benefician, de la información compartida entre los miembros de la JERS, así como de los comentarios y las recomendaciones brindados por sus subestructuras (por ejemplo, el Comité Director y el Comité Técnico Consultivo). Los principales elementos del marco conceptual para la supervisión

macroprudencial y el proceso que sostiene estas actividades básicas se han descrito en distintos números de la Financial Stability Review del BCE⁵. Se han desarrollado labores preparatorias para establecer procedimientos que garanticen un proceso de producción fluido en el BCE.

Los indicadores de riesgo sistémico y los sistemas de alerta temprana son importantes herramientas analíticas que se utilizan en los trabajos de supervisión del riesgo que lleva a cabo la JERS. La valoración del riesgo sistémico se apoya, en especial, en herramientas para efectuar pruebas de resistencia con un enfoque macroeconómico y en el análisis de los canales de transmisión para evaluar la gravedad potencial de riesgos específicos. A fin de suministrar a la JERS la mejor información posible, el análisis efectuado y las herramientas utilizadas han de ser de la mayor calidad. Como parte de las labores preparatorias en esta área, el BCE y el SEBC realizaron un inventario detallado de las herramientas analíticas de que se disponía. Además, se implantaron procedimientos para coordinar la revisión periódica de las herramientas disponibles, con el fin de mejorar de manera continuada el marco analítico, y de desarrollar nuevas herramientas de análisis y subsanar las deficiencias identificadas. La red de investigación del SEBC sobre estudios macroprudenciales (ESCB Research Network on Macro-prudential Research) desempeña un importante papel a este respecto (véase recuadro 10).

4 Reglamento (UE) n° 1096/2010 del Consejo, de 17 de noviembre de 2010, por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

5 Véanse, por ejemplo, los artículos especiales, titulados «The concept of systemic risk», «Towards the European Systemic Risk Board», «Macro-prudential policy objectives and tools» y «Analytical models and tools for the identification and assessment of systemic risks», en la Financial Stability Review de diciembre de 2009 y de junio de 2010.

LA RED DE INVESTIGACIÓN DEL SEBC SOBRE ESTUDIOS MACROPRUDENCIALES

La nueva función de supervisión macroprudencial asignada a los bancos centrales como consecuencia de la crisis financiera y el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico han creado la urgente necesidad de investigar en este área para dar apoyo a esta nueva responsabilidad. A fin de responder a esta necesidad, el Consejo General del BCE aprobó en marzo de 2010 la creación de la red de investigación del SEBC sobre estudios macroprudenciales.

El objetivo de esta red de investigación es realizar estudios sobre los marcos conceptuales, los modelos y las herramientas en los que se basa la supervisión macroprudencial en la UE y compartir los resultados. Los estudios de la red abarcan tres grandes áreas de investigación.

La primera se refiere a los modelos macrofinancieros que relacionan la estabilidad financiera con el comportamiento de la economía. Los modelos macroeconómicos convencionales no suelen recoger las características relevantes de la inestabilidad financiera (como los impagos bancarios, la iliquidez, los efectos de retroalimentación, los eventos extremos multivariantes y las no linealidades asociadas) y, por lo tanto, no describen dichas situaciones, un problema que se ha puesto de manifiesto en la reciente crisis financiera. Además, la mayor parte de los modelos de pruebas de resistencia no se benefician de los enfoques que captan ambos lados de la interacción bidireccional entre inestabilidad financiera y comportamiento económico, un elemento importante para efectuar una valoración adecuada de los posibles efectos de retroalimentación del riesgo sistémico. Así pues, el desarrollo de modelos que incluyan estas características cubriría una laguna existente en la literatura. Tales modelos podrían constituir, también, la base del desarrollo de enfoques destinados a identificar y evaluar la regulación macroprudencial y los enfoques supervisores, a analizar las interacciones entre la regulación y la supervisión macroprudenciales y otras políticas de estabilización macroeconómica, y reforzar los modelos de pruebas de resistencia.

La segunda se ocupa de los sistemas de alerta temprana y de los indicadores de riesgo sistémico. La red contribuirá al desarrollo de herramientas operacionales de análisis que los nuevos órganos macroprudenciales, como la JERS, podrían utilizar directamente. Por lo tanto, el trabajo en esta área tiene un horizonte de corto a medio plazo. Se prestará especial atención a los indicadores, modelos y sistemas de alerta temprana, teniendo en cuenta las diferencias en las estructuras financieras de los distintos países. La investigación llevada a cabo en esta área podría contribuir, asimismo, a la adopción de iniciativas conexas a escala mundial.

La tercera área de investigación se centra en los riesgos de contagio. Los trabajos en este área tratan de entender mejor los riesgos de contagio transfronterizo en Europa. Estos riesgos podrían haber aumentado significativamente en la última década, debido a la integración financiera. Otros objetivos intentan entender mejor el papel de las instituciones financieras distintas de entidades de crédito en situaciones de contagio y propagación (relacionadas, por ejemplo, con ciertas actividades de las empresas de seguros o de los fondos del mercado monetarios) y captar mejor los efectos de retroalimentación que amplifican la transmisión de la inestabilidad. Estos

efectos pueden haber sido infravalorados en los enfoques que utilizan actualmente las entidades de crédito para simular el contagio.

Los principales productos de la red son trabajos de investigación, seminarios y conferencias (en los que se interactúa con expertos que no trabajan en el SEBC). La primera conferencia relacionada con las actividades de la red, organizada por el BCE, el Centre for Economic Policy Research y el Center for Financial Studies, se celebró en el BCE en septiembre de 2010. La red informará de sus resultados en 2012.

El BCE está preparado para proporcionar apoyo técnico en la elaboración de las recomendaciones de la JERS en materia de regulación o de iniciativas legislativas, a solicitud de esta última, lo que podría incluir el seguimiento regular de los progresos observados en las áreas jurídica y de regulación, de interés para la JERS. Asimismo, esta institución podrá solicitar al BCE que prepare, de forma puntual, análisis o estudios relativos a cuestiones regulatorias o jurídicas pertinentes para su mandato y sus funciones. Además, el BCE podría facilitar asesoramiento técnico en relación con la solicitud de las instituciones de la UE y de las autoridades nacionales a la JERS de examinar temas concretos de importancia⁶.

APOYO ESTADÍSTICO

De conformidad con el artículo 2 del Reglamento (UE) n° 1096/2010 del Consejo por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, el BCE proporciona apoyo estadístico a la JERS conforme al artículo 5 de los Estatutos del SEBC⁷.

En vista del largo período de tiempo necesario para definir, recoger, compilar y diseminar estadísticas armonizadas de suficiente calidad, que permitan desempeñar las funciones asignadas a la JERS, el BCE inició los trabajos preparatorios en 2010. Concretamente, esta institución llevó a cabo un ejercicio de inventario en el que comparó los datos requeridos en el contexto del análisis de la estabilidad financiera con su disponibilidad, con el fin de identificar las lagunas existentes en ellos y subsanarlas en la medida de lo posible. Además, el SEBC desarrolló un procedimiento

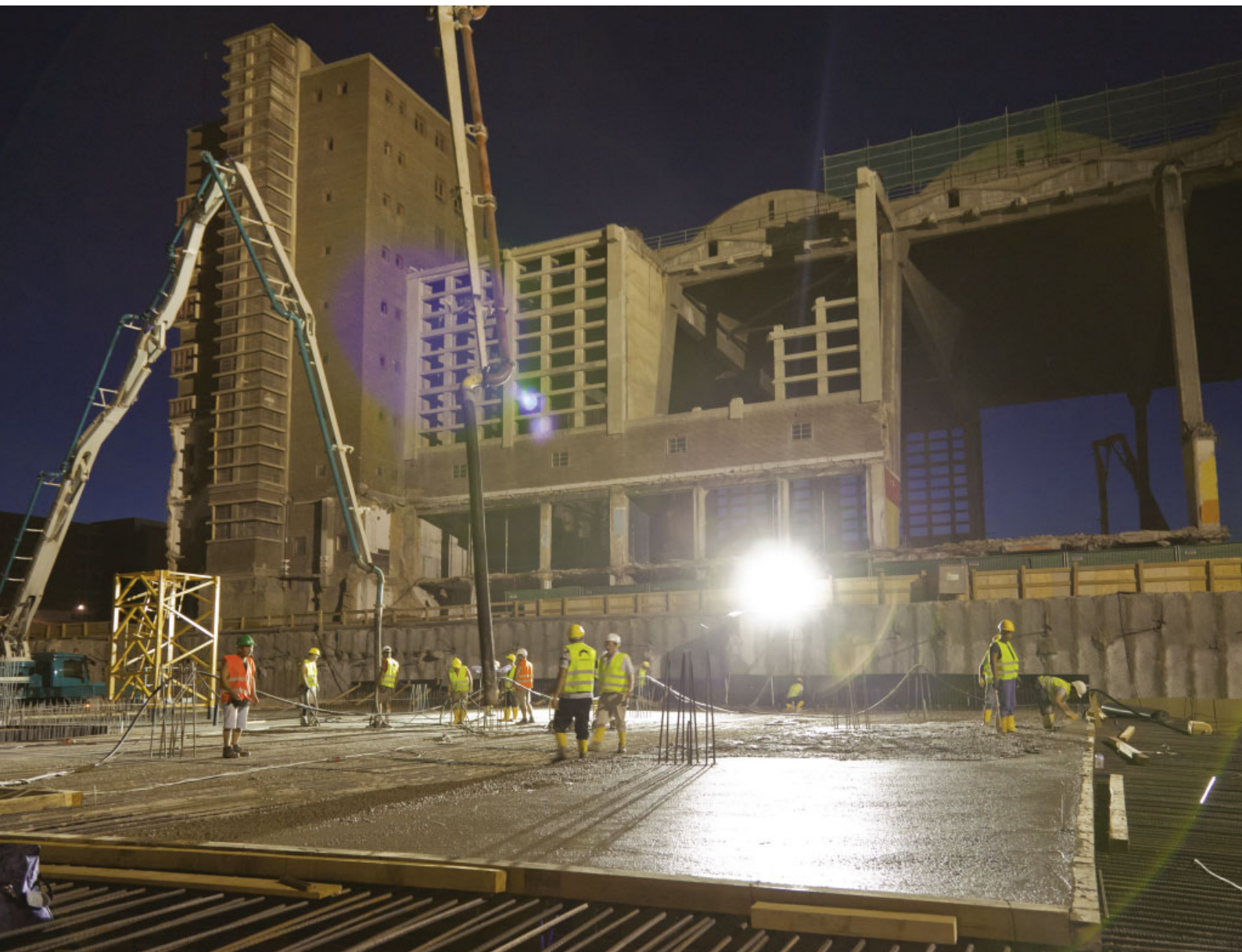
para realizar encuestas puntuales destinado a ofrecer respuestas oportunas a peticiones concretas de datos por parte de la JERS.

Estos trabajos preparatorios tenían un objetivo doble: en primer lugar, permitir la elaboración de indicadores relevantes para la toma de decisiones de los órganos rectores de la JERS y de sus comités, a partir de su creación a principios de 2011, basados en un conjunto básico de estadísticas disponibles; y, en segundo lugar, trabajar en el desarrollo de una amplia gama de estadísticas necesarias desde una perspectiva a largo plazo.

Para garantizar este apoyo estadístico a la JERS, es fundamental una colaboración estrecha entre el BCE y las AES, colaboración que ya era intensa con los Comités de nivel 3, precursores de las AES. Esta estrecha colaboración tiene por objeto lograr un flujo bidireccional de información fluido y eficaz entre las AES y la JERS, que sea también eficiente en cuanto a los requisitos de información, el contenido de los datos y la infraestructura informática. Uno de los factores de éxito fundamentales es permitir el intercambio de información adecuada y fiable para el desempeño de las funciones respectivas, de conformidad con la legislación europea y respetando estrictamente las normas de protección de datos que salvaguardan la información confidencial.

6 Véase el apartado 3 del artículo 19 del Reglamento (UE) n° 1092/2010 relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico.

7 El artículo 5 de los Estatutos del SEBC faculta al BCE, asistido por los bancos centrales nacionales, a recopilar información estadística a fin de que el SEBC pueda desempeñar sus funciones.



La losa de cimentación de la doble torre de oficinas se construyó en 2010. El aparcamiento subterráneo para los empleados se construyó al mismo tiempo junto al sótano del rascacielos.

CAPÍTULO 7

**ASUNTOS
INTERNACIONALES**

I ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Como consecuencia del alto grado de integración económica y financiera, la evolución del entorno económico mundial es de crucial importancia para la aplicación de la política económica de la zona del euro. Así pues, el Eurosistema vigila estrechamente y analiza las políticas macroeconómicas y la evolución subyacente en los países no pertenecientes a la zona del euro. El BCE también desempeña un papel importante en el proceso de supervisión multilateral internacional de las políticas macroeconómicas, que se realiza, principalmente, en las reuniones de organismos internacionales, como el BPI, en los que el presidente del BCE es miembro del Consejo de Administración y preside varias reuniones importantes, y los miembros del Comité Ejecutivo y el personal del BCE participan en muchos grupos de trabajo. El BCE participa asimismo en las reuniones relevantes del FMI y de la OCDE, y también en otros foros como las reuniones de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G 20 y del G 7.

En 2010, el entorno económico internacional se caracterizó por una recuperación económica bastante diferenciada entre unas regiones y otras, con las economías emergentes de Asia y América Latina a la cabeza. La reducción de los desequilibrios externos en las economías con superávit o déficit, observada desde el inicio de la crisis financiera y a lo largo de 2009, experimentó una desaceleración en 2010 y, en algunos casos, estos desequilibrios comenzaron a crecer de nuevo, suscitando preocupación acerca de la posibilidad de que se produjeran tensiones proteccionistas. El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se elevó desde el 2,7% del PIB en 2009 hasta el 3,2% del PIB en 2010, mientras que el superávit de los países exportadores de petróleo aumentó desde el 5,2% del PIB en 2009 hasta el 6,6% del PIB en 2010. El superávit por cuenta corriente de China siguió reduciéndose en relación con el PIB, pasando de alrededor del 6% en 2009 a un 4,7%, aproximadamente, en 2010. Sin embargo, en términos absolutos, el superávit de 2010 se situó en niveles próximos a los registrados antes de la quiebra de Lehman

Brothers en septiembre de 2008. Al igual que en los últimos años, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró una posición cercana al equilibrio en 2010. Por último, el superávit de Japón, que ascendió al 3,1% del PIB en 2010, fue ligeramente mayor que en 2009, cuando se situó en el 2,8% del PIB.

La reducción de los desequilibrios globales desde el inicio de la crisis financiera se debió, en gran medida, a factores cíclicos y transitorios relacionados con la crisis –como un desapalancamiento global, una caída de la demanda privada, el descenso de los precios del petróleo y correcciones de los precios de los activos financieros– más que a factores estructurales. En cuanto a los factores estructurales que ayudarían a reducir notablemente los desequilibrios globales, los países que registran déficits deberían recortar los déficits presupuestarios y concluir el programa de reformas estructurales. De la misma manera, las economías con superávits también podrían contribuir sustancialmente fomentando el consumo interno, desarrollando redes de protección social más extensas, emprendiendo reformas del mercado financiero y aumentando la flexibilidad del tipo de cambio.

En diversas ocasiones a lo largo de 2010, el Eurosistema hizo hincapié en los riesgos y las distorsiones que se producirían si volvieran a ampliarse los desequilibrios globales y manifestó su apoyo a un reequilibrio de las tendencias de la demanda mundial. Concretamente, el Eurosistema ha insistido repetidas veces en la necesidad de políticas que conduzcan a incrementar el ahorro público y privado en los países que registran déficits por cuenta corriente, en la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales en las economías industrializadas con un crecimiento potencial relativamente bajo y en la aplicación de medidas encaminadas a aumentar la demanda interna en las economías emergentes, incluyendo una mejora en la asignación de capital y en los sistemas de evaluación de los riesgos. En el contexto de las diversas opciones que se contemplan actualmente para mejorar la

arquitectura financiera internacional (véase la sección siguiente), el Eurosistema ha subrayado que esas mejoras deberían no solo fomentar la disciplina en los mercados financieros, sino también estimular la disciplina en materia de política macroeconómica. Un marco de supervisión económica multilateral reforzado debería poder garantizar que las políticas económicas, especialmente en los países de importancia sistémica, sean sostenibles y se orienten a la estabilidad. El reequilibrio de la economía mundial también recibió el apoyo del G 20 a través del marco para un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado.

Finalmente, la propia zona del euro está sujeta a la supervisión internacional de sus políticas. En 2010, el FMI realizó su examen periódico de las políticas monetaria, financiera y económica de la zona del euro como complemento a los realizados para cada uno de los países que la integran. Las consultas del Artículo IV del FMI brindaron la oportunidad de entablar un fructífero debate entre el FMI y el BCE, el Presidente del Eurogrupo y la Comisión Europea. Concluidas las deliberaciones, el FMI elaboró un informe en el que evaluó las políticas de la zona del euro¹. Por su parte, la OCDE realizó su informe económico ordinario sobre la zona del euro, con miras a identificar los principales aspectos de la evolución económica y analizar las opciones en materia de política para hacer frente a los posibles problemas².

En 2010, dos países de la zona del euro recibieron asistencia del FMI por primera vez. Los principales bancos centrales siguieron proporcionando asistencia en materia de liquidez a sus homólogos de otros países, con el objetivo de que dicha asistencia y el apoyo en forma de créditos contribuyeran a evitar la inestabilidad en los mercados (véase capítulo 2).

REFORMAS DEL MARCO INSTITUCIONAL INTERNACIONAL

Desde que se desencadenó la crisis financiera global, la estructura y el funcionamiento del sistema monetario internacional han sido un importante tema de debate para la comunidad

internacional. El G 20, foro que reúne a las economías avanzadas y emergentes de importancia sistémica –y en el que el BCE forma parte de los miembros de la UE– continuó promoviendo la cooperación internacional, a fin de fortalecer y salvaguardar la recuperación económica y fomentar un crecimiento más sólido, sostenible y equilibrado. En su cuarta cumbre, celebrada en Toronto en junio de 2010, los líderes del G 20 realizaron un seguimiento de los compromisos suscritos en su anterior reunión en Pittsburg, donde pusieron en marcha el marco para un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado. El objetivo de este marco es ayudar en el paso de una respuesta a la crisis a una trayectoria de crecimiento mundial sólido, sostenible y equilibrado, así como hacer frente a los desequilibrios globales que contribuyeron a la crisis financiera. El marco contempla un proceso de evaluación mutua para determinar hasta qué punto las políticas nacionales y regionales y los marcos de política económica de los países miembros del G 20 son compatibles entre sí y coherentes con el objetivo del propio marco. En la cumbre de Toronto, los líderes concluyeron la primera etapa de este proceso y llegaron a un acuerdo sobre una serie de compromisos concretos, por ejemplo, que los países industriales que registran déficits tomen medidas para estimular el ahorro nacional y que las economías que registran superávits emprendan reformas para reducir su dependencia de la demanda externa y se centren más en las fuentes de crecimiento nacionales. Las economías emergentes que registran superávits se comprometieron a poner en marcha reformas para reforzar sus redes de protección social, a fin de ayudar a reducir el ahorro por motivo de precaución y estimular el consumo privado y aumentar la flexibilidad del tipo de cambio para reflejar mejor los fundamentos económicos subyacentes. Además, todos los miembros del G 20 se comprometieron a emprender reformas estructurales para estimular el crecimiento económico. En materia

1 *Euro area policies: 2010 Article IV consultation – staff report*, IMF Country Report n.º10/221, julio de 2010.

2 *OECD Economic Surveys: Euro Area 2010*, OCDE, diciembre de 2010.

de regulación financiera, los miembros del G 20 identificaron varias áreas prioritarias en las que es necesario seguir trabajando (véase capítulo 4).

En su quinta cumbre, celebrada en Seúl en noviembre de 2010, los líderes del G 20 acordaron el Plan de Acción de Seúl, con compromisos concretos para avanzar en la consecución de los objetivos del marco. Además, aprobaron los resultados de un número importante de líneas de trabajo, ya alcanzados en la preparación de esa reunión, especialmente una reforma de las cuotas y la estructura de gobierno del FMI, así como los principales pilares en los que habrá de basarse la transformación del sistema financiero abordando las causas fundamentales de la crisis; uno de esos pilares es la labor del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Asimismo, los líderes del G 20 manifestaron que eran conscientes de la necesidad de resolver los problemas del gran número de países en desarrollo y de renta baja que no están representados en el grupo.

En cumplimiento del compromiso adquirido por los líderes del G 20 en la cumbre de Londres, celebrada en abril de 2009, de incrementar los recursos disponibles para las instituciones financieras internacionales, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó, el 12 de abril de 2010, una reforma y la ampliación de los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP)³. Con esta reforma, los NAP se harán más flexibles, se ampliará la participación de 26 a 39 países y se elevará el importe total de las líneas de crédito del Fondo de 34 mm de DEG a 367,5 mm de DEG. A lo largo de 2009 y 2010, varias economías industrializadas y emergentes se comprometieron a suscribir acuerdos de préstamos bilaterales y acuerdos de compra de pagarés por importe de 196 mm de DEG. La mayor parte de los acuerdos bilaterales se incorporarán gradualmente a los nuevos NAP una vez que éstos entren en vigor.

También se llegó a un acuerdo para incrementar considerablemente los recursos del FMI provenientes de las cuotas. La duplicación de las cuotas, que vendrá acompañada de una renovación de los NAP, tiene por objeto

garantizar que el FMI siga siendo una institución basada en cuotas. Asimismo, el incremento de las cuotas contribuirá a lograr que se produzca un nuevo desplazamiento en el porcentaje de las cuotas de las economías industrializadas hacia las economías emergentes y países en desarrollo dinámicos, en consonancia con el objetivo de alinear las cuotas de los países miembros con su papel y su peso relativo en la economía mundial. También se alcanzó un consenso sobre los primeros elementos de una reforma más amplia de la estructura de gobierno del FMI. En ese contexto, se modificará el Convenio Constitutivo del FMI para que todos los miembros del Directorio Ejecutivo sean electos. Además, los países industriales europeos se comprometieron a renunciar a dos puestos en el Directorio Ejecutivo del FMI para favorecer la representación de las economías emergentes y en desarrollo.

Como parte de las medidas adoptadas para respaldar a los países durante la crisis financiera, el FMI introdujo varios cambios significativos en sus instrumentos de préstamo. En este contexto, en agosto de 2010⁴, se modificaron el límite de acceso al programa y la duración de la Línea de Crédito Flexible, un servicio de préstamo de carácter preventivo, introducido en 2009 para países que registren excelentes

3 Los NAP son acuerdos de crédito entre el FMI y un grupo de países miembros para proporcionar recursos adicionales al FMI, es decir, además de los recursos provenientes de las cuotas, en circunstancias en las que se necesitan recursos complementarios, a fin de prevenir o hacer frente a una disfunción del sistema monetario internacional.

4 Como resultado de los cambios, ahora pueden aprobarse acuerdos de préstamo en el marco de la Línea de Crédito Flexible a uno o dos años, con examen provisional transcurrido un año para determinar si el país cumple los requisitos para acogerse al préstamo. Anteriormente, los acuerdos eran a seis meses o un año y el examen de verificación se realizaba transcurridos seis meses. Se ha eliminado el anterior límite de acceso implícito equivalente al 1.000% de la cuota del país miembro del FMI y ahora las decisiones se basarán en las necesidades de financiación de cada país. También se han modificado los procedimientos para la aprobación del acuerdo y el Directorio Ejecutivo del FMI participa en una etapa más temprana para evaluar el nivel de acceso considerado y su impacto en la liquidez del FMI. Los nueve criterios de habilitación utilizados por los funcionarios del FMI y por el Directorio Ejecutivo para evaluar los méritos de las solicitudes presentadas por los países siguen siendo los mismos, pero se han añadido varios indicadores relevantes a cada categoría, a fin de proporcionar una orientación más detallada del cumplimiento.

resultados y un historial sólido en materia de políticas, que solo impone condiciones ex ante. La reforma de los instrumentos de préstamo de agosto de 2010 supuso, asimismo, la creación de una nueva Línea de Crédito Precautoria. Este servicio financiero está previsto para los países miembros del FMI que, a pesar de aplicar políticas económicas sólidas, no cumplen los exigentes requisitos de habilitación para acceder a la Línea de Crédito Flexible y, por lo tanto, está disponible para un mayor número de países del Fondo⁵.

En el contexto de la revisión de su mandato, el FMI siguió deliberando sobre cómo modernizar el ejercicio de la supervisión y fortalecer sus dimensiones multilaterales y financieras. En un proyecto piloto y a través de los llamados «informes sobre efectos de contagio» (spillover reports), se examinarán cinco economías para calibrar el impacto externo de sus políticas. Una de esas cinco economías es la zona del euro (junto con China, Japón, Reino Unido y Estados Unidos). También se lograron nuevos avances en el fortalecimiento de la supervisión del sector financiero con la decisión de hacer de las evaluaciones de la estabilidad en el marco de los Programas de Evaluación del Sector Financiero un componente obligatorio de los informes de supervisión que realiza el FMI (informes sobre las consultas del Artículo IV) para países con sectores financieros de importancia sistémica. Se han identificado 25 países de estas características, incluidos nueve de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Austria). Además, por la parte financiera, el Ejercicio de Alerta Anticipada para la identificación de los riesgos, originado a raíz de la crisis y que se basa en la colaboración entre el FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera, se ha convertido en uno de los asuntos habituales de las reuniones anuales y de primavera del FMI.

La comunidad financiera internacional también ha seguido promoviendo mecanismos para la prevención y resolución ordenada de las crisis. En este contexto, los deudores soberanos y sus

acreedores e inversores privados avanzaron aún más en la aplicación de los «Principios para la estabilidad de los flujos de capital y la reestructuración equitativa de la deuda», que habían sido aprobados por los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales del G 20 en 2004. El objetivo de dichos principios, que se basan en el mercado y son de carácter voluntario, es ofrecer orientaciones respecto al diálogo, la estrecha colaboración y la forma de compartir la información. En un esfuerzo por aumentar aún más la utilidad de estos principios, las partes interesadas llegaron a un acuerdo en el otoño de 2010 sobre los beneficios de ampliar sus posibilidades de aplicación para que ésta no se limite a los deudores soberanos de los mercados emergentes y sus acreedores.

5 Los criterios de habilitación abarcan cinco grandes áreas: i) posición exterior y acceso al mercado; ii) política fiscal; iii) política monetaria; iv) solidez del sector financiero y supervisión; y v) idoneidad de los datos. Aunque se exige un sólido historial en la mayoría de estas áreas, la Línea de Crédito Precautoria permite el acceso a sus recursos a los países miembros que presenten vulnerabilidades moderadas en uno o dos de esos aspectos. Además, esta línea de crédito se caracteriza por unas condiciones ex post simplificadas (que pueden o no incluir criterios de ejecución) con un seguimiento que se realiza por medio de exámenes del programa semestrales y por la concentración del acceso al inicio del programa (disponibilidad de hasta el 500% de la cuota al aprobarse el acuerdo y de hasta el 1.000% de la cuota en total al cabo de 12 meses).

2 COOPERACIÓN CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

Como en años anteriores, el Eurosistema organizó seminarios y cursos con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, con el fin de promover el diálogo en materia de políticas económicas. A este respecto, el BCE también participó activamente, junto con la Comisión Europea, en el diálogo macroeconómico de la UE con algunas de las principales economías emergentes (como Brasil, Egipto, India y Rusia) y con países vecinos de la UE. Además, la asistencia técnica prestada por el Eurosistema siguió siendo un instrumento importante para fortalecer la capacidad administrativa de los bancos centrales de esos países, especialmente en las regiones vecinas de la UE, y para potenciar el cumplimiento de las normas europeas e internacionales.

DIÁLOGO EN MATERIA DE POLÍTICAS ECONÓMICAS Y SUPERVISIÓN DE POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

El Eurosistema y el Banco de Rusia celebraron su sexto seminario de alto nivel los días 3 a 5 de febrero de 2011 en Fráncfort, organizado por el BCE. El objetivo del seminario era fortalecer, en mayor medida, el diálogo y las relaciones entre las dos instituciones. Los debates se centraron en la economía rusa, en el papel del dinero y el crédito en la ejecución de la política monetaria, y en la nueva arquitectura de supervisión en la UE y Rusia. Además, el Presidente del BCE participó en la conferencia conmemorativa del 150 aniversario del Banco de Rusia, celebrada en junio de 2010.

El sexto seminario de alto nivel del Eurosistema con los bancos centrales de los países del Mediterráneo organizado conjuntamente por el BCE y el Banco Central de Chipre se celebró en Pafos los días 27 y 28 de octubre de 2010. Los gobernadores examinaron los desafíos a los que se enfrenta la política monetaria en los países del Mediterráneo en el camino hacia la recuperación económica y analizaron la experiencia de estos países con los regímenes de tipo de cambio fijo, así como el impacto de las turbulencias financieras globales sobre los sectores bancarios y la estabilidad financiera.

El Eurosistema celebró el segundo seminario de alto nivel con los bancos centrales y los organismo monetarios de los Estados miembros del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG)⁶, organizado conjuntamente por el BCE y la Banca d'Italia, que tuvo lugar los días 29 y 30 de junio de 2010 en Roma. Los temas tratados en el seminario fueron la evolución económica y financiera en los países del CCG y la zona del euro, las enseñanzas extraídas de la crisis financiera para la estabilidad financiera y para la supervisión bancaria, y los desafíos a los que se enfrentan los países del CCG en materia de política monetaria y cambiaria.

El quinto seminario de alto nivel del Eurosistema con los bancos centrales de América Latina se celebró en Madrid el 10 de diciembre de 2010, y fue organizado conjuntamente por el BCE y el Banco de España. Los participantes en el seminario analizaron los siguientes temas: el reequilibrio global, los flujos financieros y los riesgos macroprudenciales globales, y la cooperación, a nivel mundial, en materia de políticas.

El BCE siguió intensificando su cooperación con las autoridades chinas. El presidente del BCE, el presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios (lo que se conoce como la «troika de la zona del euro») se reunieron con las autoridades chinas por tercera vez el 5 de octubre de 2010 en Bruselas. Las conversaciones se centraron, principalmente, en las políticas cambiarias y otros temas de importancia mundial. También se ha intensificado aún más la relación con el Banco Central de la República Popular China. En 2010, el Grupo de Trabajo integrado por empleados de las dos instituciones analizó una amplia gama de temas, como el reequilibrio del crecimiento mundial, las burbujas de precios de los activos y los riesgos conexos, la reforma del sector financiero y otras cuestiones monetarias internacionales. Asimismo, el BCE estableció contactos con el principal organismo chino

⁶ Bahráin, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos.

de planificación, la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma, y con la Academia China de Ciencias Sociales, que es uno de los centros de estudios (*think-tanks*) más influyentes del país.

Finalmente, los días 9 y 10 de febrero de 2010 se celebró en Sidney el quinto seminario de alto nivel con los bancos centrales de la región de Asia Oriental y el Pacífico y de la zona del euro, organizado por el BCE y el Banco de Reserva de Australia. El objetivo del seminario era examinar las políticas económicas tras la crisis financiera, incluidas las estrategias de salida, la forma y la estructura del crecimiento mundial, los desafíos que plantea la actividad bancaria transfronteriza y las perspectivas de fortalecimiento de la supervisión macroprudencial.

ASISTENCIA TÉCNICA

En cuanto a la asistencia técnica, el BCE siguió profundizando en sus relaciones con la región occidental de los Balcanes y Turquía. El 19 de enero de 2010, la Comisión Europea y el BCE, también en nombre de 14 BCN de la zona del euro⁷, firmaron un acuerdo para poner en marcha un programa de asistencia técnica de dos años de duración para los países candidatos y posibles candidatos a formar parte de la UE. El objetivo del programa es reforzar la supervisión macro y microprudencial en la región occidental de los Balcanes y Turquía. El programa lo está instrumentando el BCE junto con los BCN participantes y en colaboración con instituciones internacionales y Europeas, como el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, el Instituto de Estabilidad Financiera, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Durante la primera fase del programa, el Eurosistema organizó un programa regional de formación de carácter intensivo sobre supervisión macro y microprudencial para unos 150 supervisores principales provenientes de las instituciones beneficiarias⁸. El programa apoyará también la puesta en marcha de medidas nacionales concretas, que se definieron de acuerdo con el FMI y el Banco Mundial, BCN participantes y beneficiarios. Además, está previsto realizar simulaciones técnicas de

alcance regional sobre cooperación supervisora entre países de origen y de acogida.

El 1 de abril de 2010, el BCE y siete BCN de la zona del euro⁹ iniciaron un programa de asistencia técnica al Banco Central de Bosnia y Herzegovina de 18 meses de duración. El programa, financiado por la UE, ayuda al Banco Central de Bosnia y Herzegovina a poner en marcha las normas sobre banca central y los requerimientos de la UE en preparación de la posible adhesión de este país a la UE. El programa abarca las siguientes materias: estadísticas, investigación y análisis económicos, estabilidad financiera, requisitos legales derivados del *acervo comunitario*, tecnología de la información y coordinación de la integración en la UE.

Asimismo, el BCE y 21 BCN¹⁰ comenzaron a prestar asistencia al Banco Nacional de Serbia el 1 de febrero de 2011 con un programa financiado por la UE. El programa, de dos años de duración, tiene por objeto aproximar los procedimientos y las prácticas de banca central a las normas de la UE en materia de supervisión del sector financiero, armonización de la legislación, liberalización de los movimientos de capital, gestión de las reservas internacionales, operaciones monetarias y cambiarias, protección de los consumidores de servicios financieros, apoyo a la adhesión a la UE, investigación y análisis económicos, estadísticas, sistemas de pago y estabilidad financiera.

También prosiguió el programa de cooperación técnica con el Banco de Rusia, financiado

7 Los BCN de Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

8 Los bancos centrales y los organismos supervisores de Croacia, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Albania, Bosnia y Herzegovina, Montenegro, Turquía, Serbia y Kosovo, de conformidad con la resolución 1244 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas.

9 Los BCN de Alemania, Grecia, España, Italia, Países Bajos, Austria y Eslovenia.

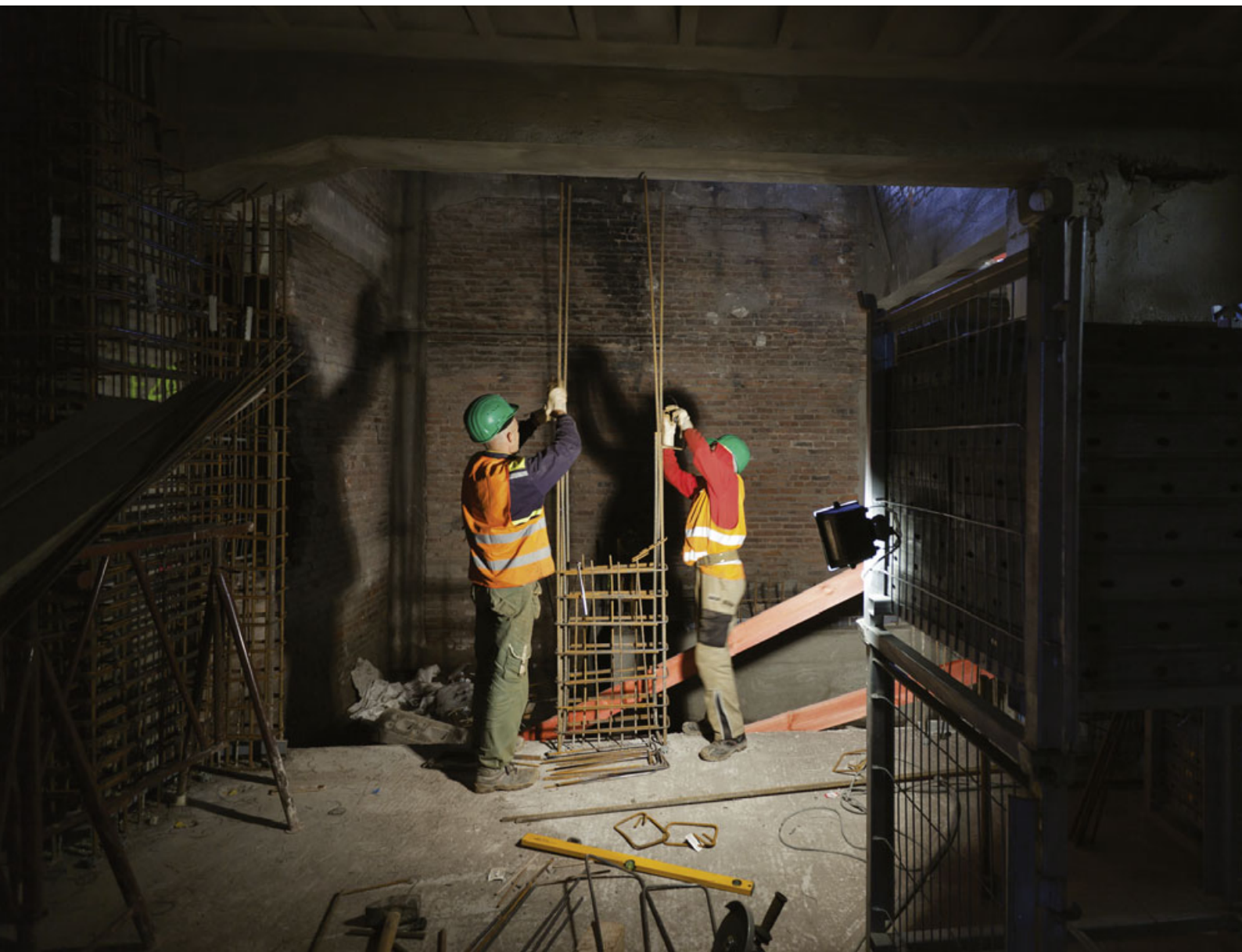
10 Los BCN de Bélgica, Bulgaria, República Checa, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Chipre, Luxemburgo, Hungría, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Rumanía, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia y Reino Unido.

por la UE. El BCE, en colaboración con ocho BCN¹¹ de la zona del euro y en cooperación con la Autoridad de Supervisión Financiera de Finlandia, proporciona asistencia técnica en materia de supervisión bancaria y auditoría interna. El objeto es facilitar la gradual aplicación de Basilea II en Rusia y brindar apoyo a los servicios de auditoría interna del Banco de Rusia con actividades de formación e información sobre las prácticas del Eurosistema en este campo. El programa sigue su curso conforme a lo previsto y concluirá el 31 de marzo de 2011.

La cooperación con el Banco Central de Egipto continuó durante 2010 con un programa financiado por la UE, que tiene por objeto fortalecer la supervisión bancaria en Egipto para lograr el cumplimiento de los componentes básicos del marco de Basilea II. En el programa participan expertos del BCE y de siete BCN del SEBC¹².

11 Los BCN de Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria y Finlandia.

12 Los BCN de Bulgaria, República Checa, Alemania, Grecia, Francia, Italia y Rumanía.



Trabajos realizados en el ala oriental del Grossmarkthalle. El vestíbulo del antiguo mercado será parte integrante de la nueva sede del BCE. Los trabajos de construcción y de restauración se iniciaron en la primavera de 2010.

CAPÍTULO 8

RENDICIÓN DE CUENTAS

I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

En las últimas décadas, la independencia de los bancos centrales se ha consolidado como un elemento indispensable de los regímenes de política monetaria de las economías industrializadas y emergentes. La decisión de otorgar independencia a los bancos centrales está firmemente fundamentada en la teoría económica y en la evidencia empírica, ya que ambas muestran que dicha configuración favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, un principio básico de las sociedades democráticas es que las instituciones independientes que tienen encomendada una función pública deben rendir cuentas ante la opinión pública y ante sus representantes democráticamente elegidos. Por tanto, la rendición de cuentas constituye una importante contrapartida de la independencia de un banco central.

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece requisitos precisos de información para el BCE, que incluyen la publicación de un informe trimestral, un estado financiero semanal y un informe anual. El BCE va más allá en el cumplimiento de estas obligaciones estatutarias en lo que respecta a la presentación de información periódica al publicar, por ejemplo, un Boletín Mensual en lugar del informe trimestral requerido, y celebrar conferencias mensuales de prensa tras la primera reunión del Consejo de Gobierno de cada mes. Las conferencias de prensa continúan siendo una excelente oportunidad para que el BCE explique extensamente su valoración de la situación económica y el fundamento de sus decisiones en materia de tipos de interés. El compromiso del BCE con los principios de rendición de cuentas y transparencia también se demuestra en la cantidad de publicaciones que presentó en 2010 y en los numerosos discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno, en los que se abordaron una amplia variedad de temas de relevancia para las funciones del BCE, que abarcan desde las medidas extraordinarias adoptadas por el BCE en mayo de 2010 hasta la necesidad

de saneamiento de las finanzas públicas y de reforma de la gobernanza económica.

El Parlamento Europeo, como la institución que adquiere su legitimidad directamente de los ciudadanos de la UE, desempeña un papel fundamental en requerir al BCE la rendición de cuentas. Desde su creación, el BCE ha venido manteniendo un estrecho y fructífero diálogo con el Parlamento Europeo. El presidente del BCE continuó informando sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE en sus comparencias trimestrales ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo (ECON). De conformidad con las disposiciones del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, también compareció en la sesión plenaria del Parlamento Europeo de noviembre de 2010 para presentar el Informe Anual 2009 del BCE.

Otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE también comparecieron ante el Parlamento Europeo en varias ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual 2009 del BCE a la ECON, antes de que se presentara en la sesión plenaria. Jürgen Stark mantuvo un intercambio de opiniones con miembros de la ECON y con representantes de los parlamentos nacionales acerca de la recuperación económica y las estrategias de salida. Lorenzo Bini Smaghi participó en una comparencia pública sobre gobernanza económica organizada por la ECON. Gertrude Tumpel-Gugerell también compareció ante la ECON para informar a sus miembros sobre cuestiones de pagos. Conforme a la práctica establecida, una delegación de la ECON realizó una visita al BCE el 13 de diciembre de 2010, con el fin de intercambiar opiniones con los miembros del Comité Ejecutivo. Además, el BCE recibió una visita de la Comisión Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social y del Comité de Empleo y Política Social. Los miembros de la Comisión y del Comité tuvieron así la oportunidad de debatir con miembros del Comité Ejecutivo una amplia

variedad de temas tales como la evolución económica y fiscal reciente, los desequilibrios globales y las reformas del mercado de trabajo.

Por último, personal del BCE presentó ante parlamentarios europeos y nacionales el informe del BCE 2010 sobre cuestiones estructurales relativo a los mercados energéticos y la macroeconomía de la zona del euro.

2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En los intercambios de opiniones entre miembros del Parlamento Europeo y representantes del BCE se trató una amplia variedad de temas. Además de la evolución macroeconómica y de la política monetaria del BCE, los principales temas considerados estuvieron relacionados con la gobernanza económica de la UE y de la zona del euro y con la legislación sobre regulación y supervisión financieras.

LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA UE Y DE LA ZONA DEL EURO

La reforma del marco de gobernanza económica de la UE (véase capítulo 5) ocupó un lugar destacado en los debates entre el BCE y el Parlamento Europeo. En los informes elaborados a iniciativa propia por la ECON y la Comisión Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social, el Parlamento Europeo formuló una serie de recomendaciones en relación con las medidas y las iniciativas que tienen que adoptarse para mejorar las reglas y los procedimientos vigentes. Entre otras cosas, instó a que se refuercen las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y propuso la creación de un mecanismo eficaz de incentivos y sanciones. El Parlamento Europeo debatió el paquete de seis propuestas legislativas presentadas por la Comisión el 29 de septiembre de 2010 e inició los procedimientos legislativos correspondientes con el Consejo de la UE con miras a su adopción.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE instó a que se produjera un salto cualitativo en el fortalecimiento de la gobernanza económica de la UE, y en particular de la zona del euro, y expresó su plena confianza en la capacidad y en la disposición del Parlamento Europeo para aplicar un enfoque decididamente europeo en este ámbito. Además, representantes del BCE prestaron asesoramiento al Parlamento Europeo sobre aspectos específicos de la reforma de la gobernanza económica.

LA REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO DE LA UE

El Parlamento Europeo y el BCE continuaron el intenso diálogo que mantienen en cuestiones relacionadas con la supervisión y la regulación financieras. El Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptaron formalmente las cuatro disposiciones legislativas por las que se crean la Junta Europea de Riesgo Sistemático y las Autoridades Europeas de Supervisión (véase capítulo 4)¹.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE expresó su satisfacción con el decisivo papel desempeñado por el Parlamento Europeo para introducir una ambiciosa reforma de la supervisión financiera con una perspectiva verdaderamente europea, y también subrayó la importancia de mantener el dinamismo político para seguir aplicando la agenda de regulación financiera.

Por lo que respecta a otra legislación del sector financiero, la actividad del Parlamento Europeo, así como sus debates con representantes del BCE, se centró en la Directiva relativa a los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos y en la tercera revisión de la Directiva de Requerimientos de Capital, así como en la legislación sobre los conglomerados financieros, los sistemas de garantía de depósitos, las agencias de calificación crediticia, las ventas en corto y los derivados OTC y las infraestructuras de mercado. En relación con todos estos temas, el Presidente del BCE subrayó la importancia de alcanzar la igualdad de condiciones y evitar el arbitraje regulatorio. El asesoramiento legal del BCE sobre propuestas legislativas de la UE que recaen en su ámbito de competencia a través de la elaboración de Dictámenes (véase la sección 6.2 del capítulo 2) también sirvió como una fuente de asesoramiento técnico para miembros del Parlamento Europeo.

¹ Además, el Consejo de la UE adoptó un Reglamento por el que se encomiendan al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial, de conformidad con el apartado 6 del artículo 127 del TFUE.



El edificio de entrada conectará funcional y visualmente el Grossmarkthalle y la doble torre de oficinas. Confluirá con el Grossmarkthalle formando un acceso claramente identificable por el lado norte, desde Sonnemannstrasse. Albergará asimismo la zona de conferencias de prensa.

Para poder construir este edificio, en agosto de 2010 se retiraron tres segmentos del tejado del antiguo Grossmarkthalle, tras llegar a un acuerdo con las autoridades responsables de la conservación del patrimonio histórico. Las tres estructuras de hormigón que se retiraron habían sido dañadas durante los ataques aéreos sufridos en la Segunda Guerra Mundial, y se habían restaurado, posteriormente, en los años cincuenta.

CAPÍTULO 9

COMUNICACIÓN EXTERNA

I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

El objetivo de la comunicación externa del BCE es mejorar la comprensión de sus políticas y decisiones por parte del público y, por este motivo, la comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del resto de sus funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– guían las actividades de comunicación del BCE y contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria y de sus otras funciones estatutarias. Además, dichos elementos ayudan al BCE a cumplir con su obligación de rendición de cuentas, como se explica con más detalle en el capítulo 8.

El principio de explicación periódica, detallada y en tiempo real de las decisiones y las valoraciones de la política monetaria del BCE, que se adoptó en 1999, constituye una aproximación singularmente abierta y transparente a la labor de comunicación de un banco central. Las decisiones sobre política monetaria se explican en una conferencia de prensa que se celebra inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno las haya adoptado. El presidente realiza un detallado comunicado preliminar en el que explica las citadas decisiones, tras el cual se pone, junto con el vicepresidente, a disposición de los medios de comunicación para responder a sus preguntas. Desde diciembre de 2004, las decisiones del Consejo de Gobierno distintas de las referidas a los tipos de interés también se publican todos los meses en las direcciones de Internet de los bancos centrales del Eurosistema.

Los instrumentos jurídicos del BCE se publican en todos los idiomas oficiales de la UE, al igual que las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno, las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno (distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés), y los estados financieros consolidados del Eurosistema¹. El Informe Anual del BCE también se publica en todos los idiomas oficiales de la UE en su versión completa². El Informe de Convergencia y la edición trimestral de su Boletín Mensual también se publican en todos los idiomas oficiales, ya sea en su versión íntegra

o en forma resumida³. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y transparencia ante la opinión pública, el BCE publica otros documentos, además de las publicaciones estatutarias, en todos los idiomas oficiales o en algunos de ellos, como las notas de prensa que anuncian las proyecciones macroeconómicas de los expertos, las declaraciones institucionales e información de interés para el público en general. La elaboración, publicación y distribución de las principales publicaciones del BCE en los distintos idiomas nacionales se realizan en estrecha colaboración con los BCN.

1 Salvo en gaélico, para el que se aplica una excepción a nivel de la UE.

2 Salvo en gaélico (por excepción de la UE) y maltés (por acuerdo con el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, tras suprimirse en mayo de 2007 la excepción temporal de la UE).

3 Véase la nota 2.

2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE ha de dirigirse a grupos de destinatarios muy diversos, como expertos en cuestiones financieras, medios de comunicación, Administraciones Públicas, parlamentos y público en general, con distintos niveles de conocimiento en economía y finanzas. Por ello, la explicación de sus funciones y sus decisiones se lleva a cabo a través de una gama de herramientas y actividades que se intenta mejorar constantemente de modo que resulten lo más efectivas posible, teniendo en cuenta los distintos tipos de audiencia, el entorno y las necesidades en materia de comunicación.

En 2010, el BCE centró de forma especial sus actividades de comunicación en explicar la crisis económica y financiera mundial y sus consecuencias, así como las medidas adoptadas por el BCE y por el Eurosistema. La mayor parte de los discursos públicos pronunciados por los miembros del Comité Ejecutivo estuvieron relacionados con este tema, sobre el que se recibió el mayor número de preguntas y de solicitudes de información por parte de la prensa, del público y de los visitantes. También formaron parte habitual de las actividades de comunicación del BCE los planes para la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y la definición de sus objetivos y funciones, incluida la función específica del BCE de asegurar el funcionamiento de la Secretaría del nuevo órgano.

El BCE publica varios estudios e informes periódicos, entre los que se incluye el Informe Anual, que presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior, y que contribuyeron con ello a la rendición de cuentas del BCE; el Boletín Mensual, que facilita actualizaciones regulares de la valoración que realiza el BCE de la evolución económica y monetaria, así como información detallada en la que se basan sus decisiones; y el informe «Financial Stability Review», que analiza la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro en cuanto a su capacidad para absorber perturbaciones de carácter adverso. El BCE ofrece también una amplia gama de estadísticas, principalmente

a través de la sección «Statistical Data Warehouse» y de gráficos interactivos que pueden consultarse en su sitio web, pero también en su versión impresa en las ediciones mensuales del «Statistics Pocket Book».

Todos los miembros del Consejo de Gobierno del BCE contribuyen directamente a mejorar el conocimiento y la comprensión del público de las funciones y políticas del Eurosistema mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales, discursos públicos y entrevistas con los medios de comunicación. En 2010, el presidente del BCE y otros miembros del Comité Ejecutivo comparecieron en ocho ocasiones ante el Parlamento Europeo (para más información, véase capítulo 8). Durante el año, los miembros del Comité Ejecutivo pronunciaron alrededor de 200 discursos ante diverso público y concedieron 360 entrevistas a los medios de comunicación, además de publicar numerosos artículos en revistas académicas, periódicos y prensa especializada.

Los BCN de la zona del euro desempeñan un papel importante en la difusión a nivel nacional de la información y los mensajes del Eurosistema tanto al público en general como a las partes interesadas. Los BCN distribuyen esa información entre un público de muy amplio espectro a escala nacional y regional, en sus propios idiomas y entornos.

En 2010, el BCE organizó 15 seminarios para periodistas destinados a mejorar el conocimiento y la comprensión de los representantes de los medios de comunicación nacionales e internacionales del mandato, las funciones y las actividades del BCE. Algunos de estos seminarios fueron organizados por el BCE y otros en colaboración con los BCN, la Comisión Europea, el Centro Europeo de Periodismo y otras autoridades públicas o fundaciones.

En 2010, el BCE recibió en su sede de Fráncfort a unos 13.000 visitantes, quienes obtuvieron información de primera mano en presentaciones impartidas por expertos y directivos de la institución.

Todos los documentos que publica el BCE, así como otras informaciones sobre sus distintas actividades, se difunden a través de su dirección en Internet, que, en 2010, recibió 29 millones de visitas (un 16% más que el año anterior), con 231 millones de páginas consultadas y 68 millones de documentos descargados. En diciembre de 2010, el BCE puso en marcha, en colaboración con los BCN, dos iniciativas con material educativo sobre actividades de banca central y economía: «€CONOMIA, el juego de la política monetaria» e «Inflation Island». En «€CONOMIA», los participantes deben mantener la inflación bajo control actuando sobre el tipo de interés oficial, y tomando en consideración, al mismo tiempo, otros parámetros económicos como el crecimiento de la producción, el desempleo y el crecimiento monetario. En el juego «Inflation Island», en esta economía ficticia los participantes pueden comparar los beneficios de la estabilidad de precios con el impacto negativo de la deflación, de una inflación elevada o de la hiperinflación. Los juegos están dirigidos a jóvenes de 18 a 25 años con poco o ningún conocimiento de economía. Ambos juegos pueden descargarse de la dirección del BCE en Internet y de los sitios web de la mayoría de los BCN en todos los idiomas oficiales de la UE.

En 2010, el BCE contestó a unas 100.000 consultas del público sobre diversos temas relacionados con las actividades, las políticas y las decisiones de la institución.

En 2010 se organizaron una serie de conferencias internacionales de alto nivel, entre las que se incluyen las tituladas «La gran crisis financiera: lecciones para la estabilidad financiera y la política monetaria – coloquio en honor de Lucas Papademos» y la Sexta Conferencia del BCE sobre banca central, dedicada al tema «Revisión de los enfoques de la política monetaria – lecciones de la crisis».

Para preparar la incorporación de Estonia a la zona del euro el 1 de enero de 2011, el BCE y el Eesti Pank organizaron una campaña informativa en 2010 con el objetivo de familiarizar a los

ciudadanos estonios con el aspecto visual y los elementos de seguridad de los billetes y monedas en euros. En las herramientas de comunicación utilizadas en la campaña se tuvo en cuenta la experiencia adquirida cuando se llevó a cabo la introducción del euro en ocasiones anteriores, e incluyeron encuestas a la opinión pública, la edición de tantas como 20 publicaciones diferentes (1,6 millones de copias en total) y páginas web diseñadas al efecto. Por primera vez desde la Campaña de Información Euro 2002, se realizó una campaña publicitaria en televisión (con cuatro anuncios entre noviembre de 2010 y mediados de enero de 2011). La campaña también incluyó actividades de relaciones públicas y encuentros con la prensa, incluido un seminario para los medios de comunicación organizado por el BCE y celebrado en Fráncfort, así como una exposición sobre los billetes y monedas en euros, y una conferencia sobre el euro en Tallin. Para celebrar la puesta en marcha de la campaña informativa sobre el euro en Estonia, el 19 de septiembre de 2010, el Sr. Trichet, presidente del BCE, entregó al Gobernador Lipstok una estrella simbólica con billetes en euros en la capital del país. Además, como parte de las actividades de comunicación relacionadas con los billetes, se organizó una exposición en la que se presentaron diversos elementos y juegos interactivos en Berlín, Fráncfort, Luxemburgo, Varsovia y Tallin, en cooperación con los respectivos BCN y otras instituciones, como museos.

En 2010, las Jornadas Culturales del BCE estuvieron dedicadas a los Países Bajos y fueron organizadas en colaboración con el De Nederlandsche Bank. Entre el 20 de octubre y el 15 de noviembre se presentaron 22 eventos que reflejaban la diversidad cultural de este país en varios lugares representativos de la cultura en Fráncfort del Meno. Las Jornadas Culturales empezaron a celebrarse en 2003, con el fin de dar cada año a los residentes en Fráncfort y a los visitantes una idea de la cultura de un Estado miembro de la UE diferente.



El 19 de mayo de 2010, el BCE celebró el comienzo oficial de los trabajos de construcción de su nueva sede en el solar del antiguo Grossmarkthalle de la ciudad de Fráncfort del Meno con la colocación de la primera piedra. El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, los miembros del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General del BCE, así como la alcaldesa de la ciudad de Fráncfort, Petra Roth, y el arquitecto Wolf D. Prix, de COOP HIMMELB(L)AU, introdujeron en la primera piedra planos de los edificios, periódicos de los 27 Estados miembros de la UE, juegos de monedas de los 16 países de la zona del euro y billetes en euros, así como una moneda de la ciudad de Fráncfort. A continuación la piedra se selló y se colocó en el área excavada donde se construirá la doble torre de oficinas.

CAPÍTULO 10

**MARCO
INSTITUCIONAL,
ORGANIZACIÓN
Y CUENTAS ANUALES**

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro (17 desde el 1 de enero de 2011). El término «Eurosistema», recogido y confirmado en el Tratado de Lisboa, había sido adoptado anteriormente por el Consejo de Gobierno para facilitar la comprensión de la estructura de la banca central de la zona del euro. Este término subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) se compone del BCE y de los BCN de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye

también los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

El BCE es el núcleo del Eurosistema y del SEBC y garantiza que las operaciones que forman parte de las funciones del SEBC se lleven a cabo bien a través de las propias actividades del BCE o bien por medio de los BCN, a los que el BCE recurrirá en la medida en que se considere posible y apropiado. El Comité Ejecutivo aplica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones establecidas por el Consejo de Gobierno, y da a los BCN las instrucciones necesarias. El BCE tiene personalidad jurídica propia conforme al derecho público internacional. El Tratado de

Lisboa establece que el BCE es una institución de la UE. Sin embargo, sus características institucionales se mantienen.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que le han sido encomendadas al Eurosistema con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores del BCE. Los BCN contribuyen también a las tareas del Eurosistema y del SEBC mediante la participación de sus expertos en los comités de ambas instituciones (véase sección 1.5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que estas interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC están gobernados por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE mientras existan Estados miembros de la UE que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores viene determinado por el Tratado, los Estatutos del SEBC y el Reglamento interno correspondiente¹. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes del Eurosistema, con el respeto debido al principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

1.2 CONSEJO DE GOBIERNO

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. En virtud del Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al Eurosistema;
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez en el Eurosistema, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne, por norma general, cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno (Alemania). Lleva a cabo, entre otros asuntos, una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia, específicamente, en la primera reunión del mes, mientras que la segunda reunión suele dedicarse a temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En 2010 se celebró una reunión fuera de Fráncfort, organizada por el Banco de Portugal en Lisboa. Además de estas reuniones, el Consejo de Gobierno también puede celebrar reuniones mediante teleconferencia o adoptar decisiones por procedimiento escrito.

Cuando adoptan decisiones sobre política monetaria y sobre otras tareas asignadas al BCE y al Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países respectivos, sino a título personal y de forma completamente independiente, según refleja el principio de «un voto por miembro» que se aplica en el Consejo de Gobierno. En 2008, el Consejo de Gobierno decidió mantener su sistema de votación vigente –según se dispone en el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC– e introducir el sistema de rotación

¹ Para los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33, modificada por la Decisión BCE/2009/5, de 19 de marzo de 2009, DO L 100, de 18.4.2009, p. 10; la Decisión BCE /2004/12, de 17 de junio de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230, de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo, DO L 314, de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

únicamente cuando el número de gobernadores de los bancos centrales nacionales de la zona del euro exceda de dieciocho. En marzo de 2009, el Consejo de Gobierno adoptó un acto jurídico que abarca todos los aspectos relativos a la aplicación del sistema de rotación². El acto jurídico entrará en vigor cuando se inicie la aplicación del sistema de rotación.

2 Decisión BCE/2009/5, de 19 de marzo de 2009, que modifica la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 100, de 18.4.2009, p. 10. Para una descripción detallada de las modalidades de aplicación del sistema de rotación, como el orden, el período y la tasa de rotación, véase el artículo titulado «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009.

CONSEJO DE GOBIERNO



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Vítor Constâncio

Vicepresidente del BCE

(desde el 1 de junio de 2010)

Gobernador del Banco de Portugal

(hasta el 31 de mayo de 2010)

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

(hasta el 31 de mayo de 2010)

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Michael C. Bonello

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

Carlos Costa

Gobernador del Banco de Portugal

(desde el 7 de junio de 2010)

Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Patrick Honohan

Gobernador del Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gobernador del of Eesti Pank

(desde el 1 de enero de 2011)

Jozef Makúch

Gobernador del Národná banka Slovenska

(desde el 12 de enero de 2010)

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du
Luxembourg

Ewald Nowotny

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Athanasios Orphanides

Gobernador del Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Gobernador del Bank of Greece

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Ivan Šramko

Gobernador del Národná banka Slovenska

(hasta el 11 de enero de 2010)

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen, Marko Kranjec,
Athanasios Orphanides,
Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Michael C. Bonello, Ewald Nowotny

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Nout Wellink, Miguel Fernández
Ordóñez, Lorenzo Bini Smaghi,
Yves Mersch

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Christian Noyer, Carlos Costa,
Guy Quaden, Patrick Honohan,
Georgios Provopoulos, José Manuel
González-Páramo, Axel A. Weber,
Jürgen Stark

Nota: Mario Draghi, Andres Lipstok
y Jozef Makúch no estaban presentes
cuando se tomó la fotografía.

1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados por el Consejo Europeo, que actúan por mayoría cualificada, tras consultar con el Parlamento Europeo y el BCE. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne, por norma general, una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y

decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno e impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro;

- ser responsable de la gestión diaria del BCE; y
- asumir determinados poderes que delegue en él el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Un Comité de Gestión, formado por un miembro del Consejo Ejecutivo, que lo preside, y por una serie de altos cargos, asesora al Comité Ejecutivo en asuntos relativos a la gestión, la planificación de actividades y el presupuesto anual del BCE.

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

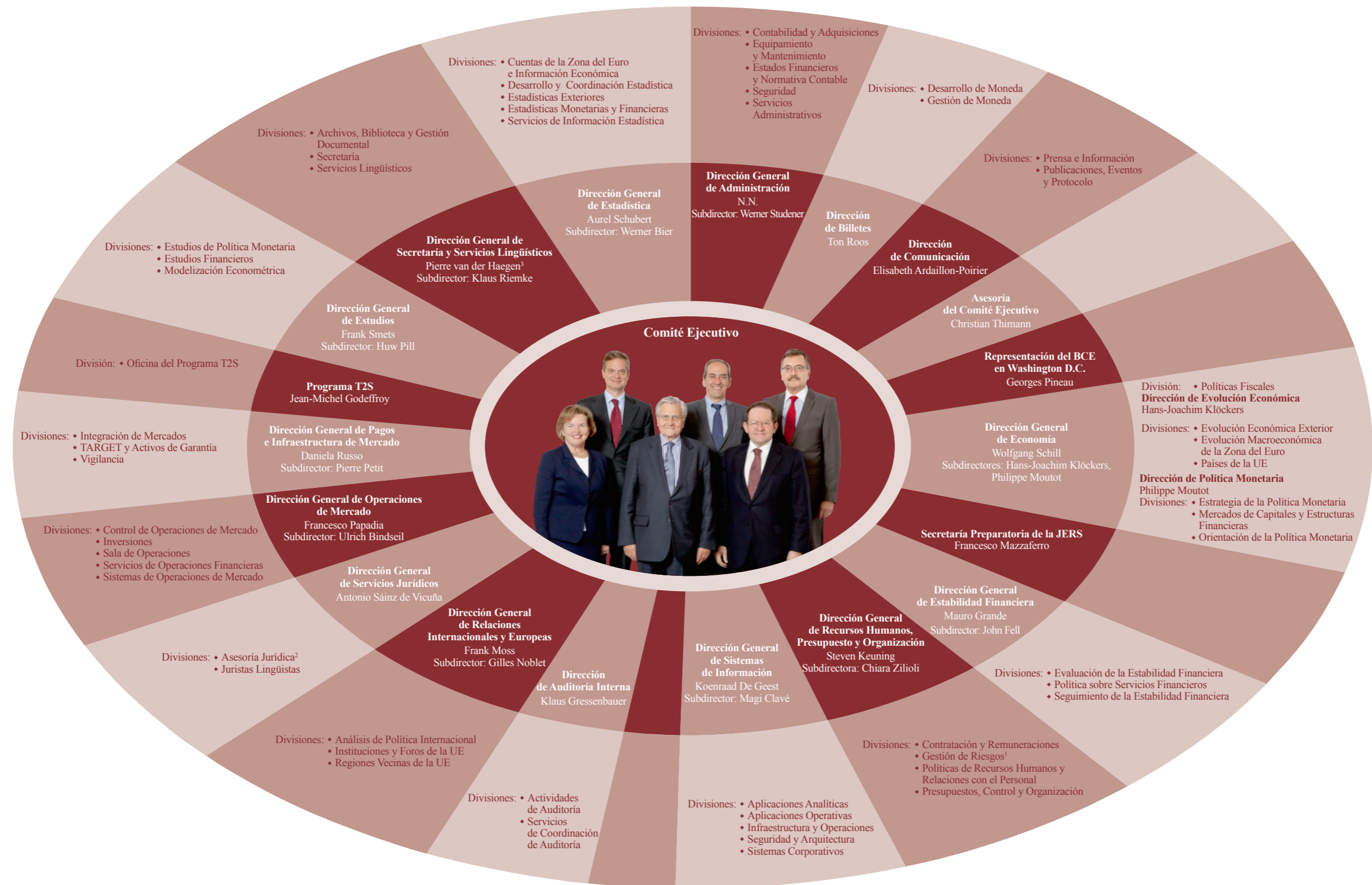
Fila anterior
(de izquierda a derecha):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Vítor Constâncio



Jean-Claude Trichet
Presidente del BCE
Vítor Constâncio
Vicepresidente del BCE
(desde el 1 de junio de 2010)
Lucas D. Papademos
Vicepresidente del BCE
(hasta el 31 de mayo de 2010)

Lorenzo Bini Smaghi
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
José Manuel González-Páramo
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Jürgen Stark
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
Gertrude Tumpel-Gugerell
Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

ORGANIGRAMA DEL BCE
(a 31 de diciembre de 2010)



Comité Ejecutivo

1 Informa directamente al Comité Ejecutivo
2 Incluye la función de protección de datos
3 Secretario del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General

Fila posterior (de izquierda a derecha): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Jürgen Stark
Fila anterior (de izquierda a derecha): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Presidente), Vítor Constâncio (Vicepresidente)

1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General se compone del presidente y el vicepresidente del BCE y de los gobernadores de los BCN de los 27 Estados miembros de la UE. Principalmente es responsable de aquellas tareas desempeñadas

previamente por el Instituto Monetario Europeo y que ahora realiza el BCE, en tanto que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. En 2010, el Consejo General celebró sus cuatro reuniones trimestrales, y una reunión adicional en la que se adoptó el Informe de Convergencia del BCE.

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Ewald Nowotny, Erkki Liikanen, Marko Kranjec, Patrick Honohan, Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Miguel Fernández Ordóñez, Yves Mersch, Stefan Ingves

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Nout Wellink, Ilmārs Rimšēvičs, Carlos Costa, Ivan Iskrov, Athanasios Orphanides, Miroslav Singer, Marek Belka, Michael C. Bonello

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Andrés Simor, Guy Quaden, Axel A. Weber, Christian Noyer, Nils Bernstein, Georgios Provopoulos, Reinoldijus Šarkinas, Andres Lipstok, Mugur Constantin Isărescu

Nota: Mario Draghi, Mervyn King y Jozef Makúch no estaban presentes cuando se tomó la fotografía.



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Vítor Constâncio

Vicepresidente del BCE

(desde el 1 de junio de 2010)

Gobernador del Banco de Portugal

(hasta el 31 de mayo de 2010)

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

(hasta el 31 de mayo de 2010)

Marek Belka

Presidente del Narodowy Bank Polski

(desde el 11 de junio de 2010)

Nils Bernstein

Gobernador del Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Gobernador del Governator del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

Carlos Costa

Gobernador del Banco de Portugal

(desde el 7 de junio de 2010)

Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

Patrick Honohan

Gobernador del Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Stefan Ingves

Gobernador del Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Gobernador de la Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Gobernador del Българска народна банка
(Banco Nacional de Bulgaria)

Mervyn King

Gobernador del Bank of England

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gobernador del Eesti Pank

Jozef Makúch

Gobernador del Národná banka Slovenska

(desde el 12 de enero de 2010)

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Athanasios Orphanides
 Gobernador del Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos
 Gobernador del Bank of Greece

Guy Quaden
 Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Ilmārs Rimšēvičs
 Gobernador del Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas
 Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

András Simor
 Gobernador del Magyar Nemzeti Bank

Miroslav Singer
 Gobernador del Česká národní banka
 (desde el 1 de julio de 2010)

Sławomir Skrzypek †
 Presidente del Narodowy Bank Polski
 (hasta el 10 de abril de 2010)

Ivan Šramko
 Gobernador del Národná banka Slovenska
 (hasta el 11 de enero de 2010)

Zdeněk Tůma
 Gobernador del Česká národní banka
 (hasta el 30 de junio de 2010)

Axel A. Weber
 Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink
 Presidente del De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS, CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y COMITÉ DIRECTIVO DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN DEL EUROSISTEMA



Los comités del Eurosistema/SEBC han seguido desempeñando un papel importante asistiendo a los órganos rectores del BCE en el desarrollo de sus funciones. A solicitud tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los comités suele estar restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de los comités cuando se abordan cuestiones que entran en el ámbito de las competencias del Consejo General. También pueden ser invitados, cuando proceda, otros organismos competentes, como es el caso de las autoridades supervisoras nacionales al Comité de Supervisión Bancaria. El 16 de septiembre de 2010, se estableció el Comité de Gestión de Riesgos para asistir al Consejo de Gobierno en las tareas de asegurar un nivel de protección adecuado para el Eurosistema mediante la gestión y el control de los riesgos derivados de las operaciones de mercado. El Comité de Supervisión Bancaria fue disuelto el 16 de diciembre de 2010, tras el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (véase capítulo 6). A 31 de diciembre de 2010, se habían establecido 13 comités del Eurosistema/SEBC en virtud del artículo 9.1 del Reglamento interno del BCE. El 13 de enero de 2011 se creó, con arreglo al mismo artículo, el Comité de Estabilidad Financiera para asistir al Consejo de Gobierno en el cumplimiento de las tareas del BCE relacionadas con la estabilidad financiera.

El Comité de Presupuestos, establecido en virtud del artículo 15 del Reglamento interno, presta asistencia al Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE.

La Conferencia de Recursos Humanos fue establecida en 2005, en virtud del artículo 9a del Reglamento interno, como foro de intercambio de experiencias, conocimientos e información entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos.

El Consejo de Gobierno creó en 2007 el Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema (EISC - Eurosystem IT Steering Committee), con el mandato de guiar la mejora continua en lo que se refiere a la utilización de la tecnología informática en el Eurosistema.

1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende distintos procedimientos de control externos e internos, dos códigos de conducta, un Marco Ético y normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo: concretamente, un auditor externo, que es nombrado para auditar las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publica en la dirección del BCE en Internet y en el Diario Oficial de la Unión Europea. Para reforzar las garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, se aplica el principio de rotación de la firma de auditoría³. Las buenas prácticas en la selección y el mandato de los auditores externos, publicadas en el sitio web del BCE, constituyen una guía de alto nivel para todos los bancos centrales del Eurosistema en cuanto a la selección de los auditores externos y a la determinación de su mandato. Las buenas prácticas también permiten al Consejo de Gobierno formular recomendaciones al Consejo sobre la base de criterios de selección armonizados, uniformes y transparentes.

³ Tras la conclusión de un concurso público y siguiendo el principio de rotación del auditor externo acordado, PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue nombrado auditor externo del BCE para los ejercicios comprendidos entre el 2008 y el 2012.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNO

La estructura de control interno del BCE se basa en un planteamiento según el cual cada unidad organizativa (Sección, División, Dirección o Dirección General) es responsable de la gestión de sus propios riesgos y controles, así como de la eficacia y la eficiencia de su funcionamiento. Para ello, las citadas unidades aplican un conjunto de procedimientos de control dentro de sus áreas de responsabilidad en función de la política de tolerancia al riesgo que el Comité Ejecutivo establece ex ante. Por ejemplo, se aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como «muralla china»– para impedir que información privilegiada procedente de las áreas encargadas de la política monetaria alcance las áreas responsables de gestionar las reservas exteriores y los activos del BCE.

En 2010, el BCE siguió mejorando su modelo interno de gestión del riesgo operacional y, junto con los BCN, continuó implantando el sistema de gestión del riesgo operacional sobre el conjunto de actividades y procesos del Eurosistema. Las áreas de negocio del BCE también actualizaron sus valoraciones del riesgo operacional. El BCE verifica y prueba periódicamente los planes de continuidad de negocio de sus procesos críticos. Además, en 2010 el BCE revisó su marco de gestión de crisis y llevó a cabo un programa de formación para el equipo de gestión de crisis. Después de que el Consejo de Gobierno aprobara en 2009 la implantación del marco de gestión de la continuidad de negocio a escala del Eurosistema, se desarrollaron los procedimientos para el análisis del impacto en el negocio a nivel del Eurosistema.

Además, en diciembre de 2010, el recién creado Comité de Gestión de Riesgos (RMC) se reunió por primera vez. Una de sus principales funciones es proporcionar una valoración integrada de todos los riesgos financieros a los que se enfrenta el Eurosistema en sus operaciones de mercado, que incluyen las operaciones de política monetaria y de crédito intradía del Eurosistema, las operaciones en divisas, así como operaciones relacionadas con la gestión de las reservas exteriores del BCE.

Con independencia de la estructura de control interno y de los procesos de seguimiento del riesgo existentes en el BCE, la Dirección de Auditoría Interna lleva a cabo auditorías bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo. De conformidad con el mandato recogido en el Estatuto de Auditoría del BCE⁴, los auditores internos del BCE prestan asesoramiento y servicios de consultoría independientes y objetivos, utilizando un enfoque sistemático para la evaluación y la mejora de la eficacia de los procesos de gestión de riesgos, control y gobierno. Las actividades de auditoría interna del BCE observan las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos.

El Comité de Auditores Internos, uno de los comités del Eurosistema/SEBC, que está integrado por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, es responsable de coordinar la auditoría de los proyectos y sistemas operativos conjuntos del Eurosistema/SEBC.

El Comité de Auditoría del BCE refuerza el gobierno corporativo de la institución y del Eurosistema en su conjunto. Está compuesto por tres miembros del Consejo de Gobierno, siendo su presidente Erkki Liikanen (gobernador del Suomen Pankki-Finlands Bank).

CÓDIGOS DE CONDUCTA

Existen dos códigos de conducta que son aplicables a los miembros de los órganos rectores de del BCE. El primero sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando ejercen sus funciones como miembros del Consejo. Determina su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones⁵. El Consejo de Gobierno ha

4 Ese Estatuto se encuentra publicado en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

5 Véanse el Código de conducta para los miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123, de 24.5.2002, p. 9, y su modificación en el DO C 10, de 16.1.2007, p. 6, y la dirección del BCE en Internet.

nombrado un asesor de ética para que aconseje a sus miembros sobre determinados aspectos de la conducta profesional. El segundo código es un Código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo⁶, que complementa el otro código de conducta al describir detalladamente las normas éticas aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo. El 1 de abril de 2010 entró en vigor un código ético de carácter general para el personal del BCE⁷, que consolidaba y mejoraba las normas éticas aplicables a los empleados del BCE establecidas en las condiciones de contratación, el reglamento del personal y el anterior código de conducta del BCE⁸. El código contiene orientaciones y establece prácticas, estándares y criterios de referencia éticos. Se espera de todos los empleados que su comportamiento en el desarrollo de sus funciones, así como en sus relaciones con los BCN, las autoridades públicas, los participantes en el mercado, los medios de comunicación y el público en general, mantenga unos estándares elevados de ética profesional. Un responsable de asuntos éticos nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza la interpretación coherente de las normas aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo y al personal.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo adaptaron un Reglamento⁹ para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Este Reglamento prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF) de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias de la UE. El Reglamento OLAF prevé que cada una de las instituciones, organismos y agencias comunitarias adopte decisiones en virtud de las cuales la Oficina pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En junio de 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión¹⁰ relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

PROGRAMA INTERNO DEL BCE DE LUCHA CONTRA EL BLANQUEO DE CAPITALES Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO

En 2007, el BCE estableció su programa interno de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Las disposiciones del programa se elaboraron conforme a las 40 Recomendaciones y las nueve Recomendaciones Especiales del Grupo de Acción Financiera (GAFI), en la medida en que eran aplicables a las operaciones del BCE. Una función de cumplimiento se encarga de identificar, analizar y hacer frente a los riesgos relacionados con el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo en todas las actividades pertinentes del BCE. Concretamente, la tarea de garantizar el cumplimiento de las leyes aplicables en esta materia forma parte del proceso de evaluación y supervisión de los criterios de selección de las entidades de contrapartida del BCE. En este contexto, se presta especial atención a las medidas restrictivas adoptadas por la UE y a las declaraciones públicas efectuadas por el GAFI. Un sistema interno de información complementa el marco de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo del BCE, garantizando que toda la información pertinente sea recopilada de forma sistemática y comunicada debidamente al Comité Ejecutivo.

6 Véase el Código suplementario de criterios éticos aplicable a los miembros del Comité Ejecutivo, DO C 104, de 23.4.2010, p. 8, y el sitio web del BCE.

7 Véase el artículo 0 del reglamento del personal del BCE, relativo al código ético, DO C 104, de 23.4.2010, p. 3, y sitio web del BCE.

8 Véase el anterior Código de conducta del Banco Central Europeo elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO C 76, de 8.3.2001, p. 12.

9 Reglamento (CE) nº 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones realizadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136, de 31.5.1999, p. 1.

10 Decisión BCE/2004/11 relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el Banco Central Europeo en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo, DO L 230, de 30.6.2004, p. 56. Esta Decisión se adoptó en respuesta al fallo del Tribunal Europeo de 10 de julio de 2003 en el Caso 11/00 de la Comisión contra el Banco Central Europeo, Rec., I-7147.

ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE¹¹, adoptada en marzo de 2004, es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos de la UE respecto al acceso público a sus documentos. Mejora la transparencia al tiempo que respeta la independencia del BCE y de los BCN, y garantiza la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE¹².

En 2010, el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

11 Decisión BCE/2004/3 relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo. DO L 80, 18.3.2004, p. 42.

12 De conformidad con el compromiso de apertura y transparencia del BCE, puede accederse a la documentación histórica en la sección denominada «Archives» de la dirección del BCE en Internet.

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 GESTIÓN DE LOS RECURSOS HUMANOS

En 2010, el BCE continuó con el desarrollo e implantación de sus políticas de recursos humanos en cuatro áreas: cultura corporativa, contratación, desarrollo profesional y condiciones laborales.

CULTURA CORPORATIVA

En 2010, el BCE centró su cultura corporativa en la diversidad y la ética profesional. Se adoptaron una serie de iniciativas para sensibilizar a los empleados sobre los objetivos de diversidad de género y fortalecer su arraigo en la operativa cotidiana de recursos humanos. A fin de manifestar el compromiso del BCE a este respecto, se publicó en el sitio web del BCE una declaración sobre la diversidad. En lo que se refiere a la ética profesional, en 2010 entró en vigor un Código Ético para el personal del BCE, como se ha comentado con mayor detalle en la sección anterior.

CONTRATACIÓN

A 31 de diciembre de 2010, la plantilla del BCE en términos de empleos equivalentes de jornada completa ascendía a 1.607 (en comparación con 1.563 el 31 de diciembre de 2009¹³). En 2010, el BCE ofreció un total de 53 nuevos contratos temporales (con la posibilidad, algunos de ellos, de convertirse en contratos indefinidos), mientras que 28 miembros de la plantilla (frente a 27 en 2009) dejaron la organización por renuncia o por jubilación. Asimismo, para cubrir ausencias inferiores a un año, se suscribieron 128 contratos de corta duración (además de algunas prórrogas), mientras que a lo largo del año finalizaron 140 de estos contratos.

El BCE siguió ofreciendo contratos temporales de corta duración a empleados de los BCN y de organismos internacionales, fomentando con ello el espíritu de equipo en el SEBC y la cooperación internacional. A 31 de diciembre de 2010, trabajaban en el BCE con diversos cometidos 158 empleados de BCN y organizaciones internacionales, un 12% más que en 2009.

En septiembre de 2010 se incorporó al BCE el quinto grupo de participantes en su programa de postgrado destinado a recién licenciados de las principales universidades, con amplia formación académica que, durante un período total de dos años, desarrollan su actividad de forma rotatoria en dos unidades de gestión.

Como en años anteriores, el BCE ofreció becas de formación en prácticas a estudiantes y licenciados con formación en economía, estadística, administración de empresas, derecho y traducción. En abril de 2010, el BCE publicó en su sitio web las normas que regulan las becas en prácticas para aportar más claridad sobre los criterios de selección, duración, permisos y cobertura médica. A 31 de diciembre de 2010, había en el BCE 92 becarios (un 12,8% más que en 2009). Asimismo, el BCE convocó cuatro becas en el marco del Wim Duisenberg Research Fellowship Programme, en el que pueden participar economistas de prestigio, y cinco becas para jóvenes investigadores en el contexto de su programa Lamfalussy Fellowship.

DESARROLLO PROFESIONAL

La movilidad y el desarrollo profesional siguieron siendo objetivos prioritarios para el BCE.

La política de movilidad interna permite al BCE fomentar una mayor conciencia corporativa de la plantilla y mejorar las sinergias entre las distintas unidades de gestión. La política de selección interna del BCE también pretende facilitar la movilidad interna del personal, concediendo especial importancia a las competencias transversales. En 2010, 204 miembros del personal, incluidos 37 directivos y asesores, cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, bien de forma temporal o permanente.

¹³ Además de los contratos para puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, esta cifra incluye, entre otros, los temporales ofrecidos a empleados de los BCN y de organizaciones internacionales, así como los contratos ofrecidos a participantes en el programa de postgrado.

Al igual que los demás bancos centrales del SEBC, el BCE participa activamente en el programa de experiencia laboral externa, promovido por la Conferencia de Recursos Humanos, que posibilita que empleados del BCE realicen comisiones de servicio en los 27 BCN de la UE o en organismos internacionales relevantes (como el FMI o el BPI), durante períodos de entre dos y doce meses. En 2010, se acogieron a este programa un total de 8 empleados (nuevos casos). Además, el BCE concedió excedencias de hasta tres años a 36 empleados. El número total de empleados que disfrutaban de excedencias al final de diciembre de 2010 era de 45 (frente a 55 en 2009).

El BCE continuó promoviendo la adquisición y el desarrollo de competencias profesionales de su personal, tanto directivo como no directivo. Además de recibir formación en diversos cursos organizados internamente, los empleados participaron en cursos externos orientados a satisfacer necesidades específicas de carácter más «técnico». También se beneficiaron del plan de formación del SEBC y de la formación ofrecida por los BCN.

CONDICIONES LABORALES

Las condiciones laborales del BCE están diseñadas para resultar atractivas y atender tanto a las necesidades de los empleados como a las de la institución. El BCE está revisando algunas de sus disposiciones relativas al horario de trabajo y a los permisos, a fin de facilitar la tramitación de las solicitudes de trabajo a tiempo parcial. A finales de 2010, 158 empleados trabajaban a tiempo parcial, un 10% menos que en 2009. A 31 de diciembre de 2010, el número total de empleados que disfrutaban de permisos sin sueldo por maternidad o paternidad ascendía a 24 (frente a 28 en 2008). El proyecto piloto de teletrabajo puesto en marcha en 2008 continuó durante 2010. En promedio, alrededor de 235 empleados se acogieron a esta modalidad de trabajo mensualmente. En 2010 en su conjunto, 662 empleados recurrieron al teletrabajo al menos en una ocasión.

El BCE siguió apoyando a los empleados en el cuidado de sus hijos y en la conciliación de la vida laboral y familiar. Las políticas sobre enfermedades graves o necesidades educativas especiales de los hijos se mejoraron, con el objetivo de ampliar la ayuda a padres con hijos con dificultades de aprendizaje o con trastornos del desarrollo neuroconductual.

2.2 RELACIONES CON EL PERSONAL Y DIÁLOGO SOCIAL

El BCE reconoce plenamente la importancia de mantener un diálogo constructivo con sus empleados. En 2010, el BCE mantuvo consultas con los representantes del personal sobre remuneraciones, empleo, condiciones de trabajo, prevención de riesgos laborales y pensiones, y mantuvo un diálogo regular con los citados representantes sobre temas relativos al empleo y a otros asuntos sociales.

Para mejorar el diálogo social en el BCE, se siguen manteniendo conversaciones con el sindicato reconocido sobre el Memorandum de Entendimiento entre el BCE y dicho sindicato.

2.3 NUEVA SEDE DEL BCE

El inicio oficial de los trabajos de construcción de la sede del BCE en el Ostend de Fráncfort el 19 de mayo de 2010 estuvo marcado por un acto en el que se colocó la primera piedra. En junio se comenzó a construir la estructura de acero de los cimientos de la doble torre de oficinas y del aparcamiento subterráneo, seguidos de los trabajos de hormigonado en julio. A comienzos de 2011, las dos plantas de aparcamiento para los empleados y el sótano de la doble torre de oficinas ya se habían concluido y se habían iniciado las obras estructurales y la planta baja.

Al mismo tiempo, comenzaron los trabajos de construcción del antiguo edificio del Grossmarkthalle. Como preparativo para la

construcción del edificio de entrada, se quitaron la fachada y los tres segmentos de techo de la parte occidental del antiguo mercado mayorista. El sótano del mercado también se eliminó para sustituirlo por un sótano a prueba de agua que podrá soportar el peso de los nuevos elementos estructurales que albergarán las funciones más públicas del BCE; es decir, el centro de visitantes, la zona de conferencias, la cafetería y el restaurante para los empleados.

En estrecha coordinación con los organismos encargados de preservar el patrimonio histórico, también se iniciaron los trabajos de restauración del antiguo Grossmarkthalle en la primavera de 2010 con la cuidadosa restauración de la fachada de ladrillo y del forjado con bovedillas de hormigón del ala oriental del edificio. Se está llevando a cabo una esmerada restauración de los elementos esenciales del Grossmarkthalle para preservar su estructura.

En febrero de 2011, el BCE adjudicó a una nueva empresa constructora el contrato de ejecución de las obras estructurales de la doble torre de oficinas. La empresa inicial, Baresel GmbH, finalizó las obras estructurales hasta la planta baja, quedando la empresa Ed. Züblin AG encargada de llevar al cabo el resto de las obras. Todos los trabajos de construcción prosiguen según lo planeado. La fecha de finalización de la nueva sede no se ha modificado y está prevista para finales de 2013. Posteriormente, el BCE se trasladará a la nueva sede.

2.4 OFICINA DE COORDINACIÓN DE ADQUISICIONES DEL EUROSISTEMA

En 2010, la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema (EPCO, en sus siglas en inglés) concluyó dos procedimientos conjuntos que se había iniciado en 2009: transporte aéreo para las reuniones del SEBC y acuerdos globales de reservas hoteleras. Además, coordinó la realización de distintos análisis que habían comenzado en 2009, con el fin de concluirlos o de conducir a adquisiciones

conjuntas en los meses siguientes. Las áreas de análisis incluyeron proveedores de datos de mercado y agencias de calificación crediticia, material de oficina y herramientas informáticas estándar. El EPCO también siguió fomentando el intercambio de buenas prácticas en materia de adquisiciones entre los bancos centrales.

En su reunión de 15 de diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno tomó nota del documento titulado «EPCO – Review of experience at the half-way stage of the mandate (2008-2012)», que brindó la oportunidad de analizar la experiencia adquirida en la primera mitad del mandato de cinco años del EPCO y de reorientar sus actividades en lo que resta de mandato.

2.5 ASPECTOS MEDIOAMBIENTALES

El BCE es una institución sensibilizada ante las cuestiones medioambientales, que hace un uso prudente de los recursos naturales para preservar la calidad del medioambiente y proteger la salud.

En 2010, el Sistema de Gestión Medioambiental del BCE, que cumple con el estándar internacional EN ISO 14001 y con el Sistema Comunitario de Gestión y Auditoría Ambiental (EMAS) de la UE, se certificó con éxito. El BCE pretende mejorar de manera continua este sistema y su comportamiento medioambiental. Al comparar los datos de 2008 y 2009, se pone de manifiesto que, en este período, se produjo una reducción del 22% en las emisiones de carbono. Para seguir reduciendo la huella ecológica del BCE, se ha iniciado un nuevo programa medioambiental para 2010-2011.

El BCE ha publicado en su sitio web una declaración en materia de medioambiente en la que facilita información detallada sobre el comportamiento medioambiental del BCE.

Además, en la construcción de la nueva sede del BCE se están aplicando los objetivos del programa voluntario sobre construcción verde de la Comisión Europea (GreenBuilding

Programme), que se estableció en 2004 con el objetivo de mejorar la eficiencia energética y ampliar el uso de las energías renovables en los edificios no residenciales de Europa.

2.6 GESTIÓN DE LOS SERVICIOS DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN

La Dirección General de Sistemas de Información completó la implantación de su nueva estructura organizativa en 2010. Se prestó especial atención a la implantación de la estrategia, al programa de trabajo para 2010 y a la mejora continua de los procesos subsiguientes a las certificaciones ISO obtenidas en 2009.

A lo largo de todo el año, la labor se centró en la preparación de los servicios informáticos necesarios para respaldar el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y facilitar la incorporación de Estonia a la zona del euro. Como consecuencia de la crisis financiera, varias aplicaciones precisaron modificaciones urgentes y tuvieron que estar en funcionamiento durante largas jornadas laborales y fines de semana.

Se iniciaron varios proyectos para reforzar la adecuación de las aplicaciones informáticas a las políticas de seguridad del SEBC. Asimismo, se adoptaron medidas para modernizar los sistemas de apoyo a la ejecución de las decisiones de política monetaria y para completar los proyectos que dan soporte a los procedimientos administrativos.

3 CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS

En 2010, la Conferencia de Recursos Humanos y su Grupo de trabajo sobre Formación y Desarrollo Profesional se ocuparon de distintos aspectos de la gestión de los recursos humanos, incluida la movilidad en el seno del SEBC.

Las actividades de formación del SEBC se ampliaron con la implantación de: i) el programa formativo de gestión de proyectos del SEBC, que consta de varios módulos sobre la metodología de gestión de proyectos y las competencias personales necesarias en un entorno de este tipo, y ii) un curso de formación sobre la redacción y la comunicación de informes de auditoría. En 2011, el calendario de formación prevé un total de 57 sesiones de acciones formativas del SEBC, que se impartirán en 22 bancos centrales.

4 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El Diálogo Social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes del personal de los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos¹⁴. Su objetivo es proporcionar información y facilitar el intercambio de puntos de vista sobre cuestiones que podrían tener repercusiones significativas sobre las condiciones laborales en los bancos centrales del SEBC. Esta información se ofrece a través de un boletín semestral y en las reuniones que se celebran en Fráncfort dos veces al año.

En 2010, las reuniones del Diálogo Social del SEBC se centraron en la supervisión financiera, el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y las medidas adoptadas por el BCE en tiempos de crisis. También se debatieron temas relacionados con la producción y puesta en circulación de billetes, las operaciones de mercado y los sistemas de pago.

El grupo de trabajo ad hoc sobre producción y puesta en circulación de billetes siguió ocupándose de cuestiones técnicas complementarias de las debatidas en la reunión plenaria del Diálogo Social del SEBC. El grupo de trabajo sobre el Diálogo Social del SEBC volvió a reunirse en mayo y en septiembre y, entre otros asuntos, identificó los puntos que se podrían incluir en las agendas de las reuniones del Diálogo Social del SEBC.

¹⁴ Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) y European Federation of Public Service Unions (EPSU).

5 CUENTAS ANUALES DEL BCE

INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2010

1 NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en 2010 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

2 OBJETIVOS Y FUNCIONES

Los objetivos y las funciones del BCE se describen en los Estatutos del SEBC (artículos 2 y 3). El prólogo del Presidente al Informe Anual incluye una visión general de los objetivos logrados.

3 PRINCIPALES RECURSOS, RIESGOS Y PROCESOS

GOBIERNO DEL BCE

Los órganos rectores del BCE son el Comité Ejecutivo, el Consejo de Gobierno y el Consejo General.

El marco de gobernanza del BCE comprende una serie de controles y medidas de auditoría. Por ejemplo, el Tribunal de Cuentas Europeo examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE, mientras que un auditor externo audita las Cuentas Anuales. Para velar por la independencia del auditor externo, el BCE nombra cada cinco años a una empresa externa de auditoría distinta. En 2007, el Consejo de Gobierno creó el Comité de Auditoría del BCE con el objetivo de reforzar el gobierno corporativo del BCE.

Con el tiempo, el BCE ha establecido una serie de normas internas en relación con las prácticas profesionales y los criterios de conducta en el trabajo que han de seguir sus empleados. Por ejemplo, en 2007 entró en vigor el manual de prácticas internas, que, con un contenido que se actualiza de forma regular, informa sobre los objetivos y prácticas profesionales de un modo sencillo y accesible, facilitando así el cumplimiento de las obligaciones laborales de los empleados.

Dentro de la estructura de control interno del BCE, cada unidad organizativa es responsable de la gestión de sus propios riesgos y de la aplicación de sus propios controles, así como de la eficacia y eficiencia de sus operaciones. Además, la Dirección de Auditoría Interna realiza auditorías independientes bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo.

En el capítulo 10 del Informe Anual puede encontrarse más información relacionada con el gobierno del BCE.

MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO

El Consejo Europeo, por recomendación del Consejo de la UE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, designa a los miembros del Comité Ejecutivo de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios.

El Consejo de Gobierno determina las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo de la UE.

Los emolumentos del Comité Ejecutivo se reflejan en la nota 32, «Gastos de personal», de las Cuentas Anuales.

EMPLEADOS

El BCE es plenamente consciente de la importancia de adoptar buenas políticas de gestión de recursos humanos y de mantener un diálogo constructivo con sus empleados. En 2010, el BCE centró su cultura corporativa en la diversidad y la ética profesional. El 1 de abril de 2010, entró en vigor un nuevo código ético general para los miembros del personal del BCE, que ofrece orientación y establece principios deontológicos y criterios de referencia. Se espera de todo el personal que mantenga elevados niveles de ética profesional en el desempeño de sus

funciones en la institución, así como en las relaciones con los BCN, las autoridades públicas, los participantes en los mercados, los representantes de los medios de comunicación y el público en general.

La movilidad y el desarrollo profesional siguieron siendo objetivos prioritarios en 2010. Asimismo, el BCE siguió apoyando a los empleados en el cuidado de sus hijos y en la conciliación de la vida laboral y familiar.

La cifra media de empleados del BCE (el equivalente a tiempo completo) con contrato¹ aumentó de 1.530 en 2009 a 1.565 en 2010. Al final de 2010, había 1.607 empleados. Se puede encontrar más información al respecto en la nota 32, «Gastos de personal», de las Cuentas Anuales y en la sección 2 del capítulo 10 del Informe Anual, que detalla la evolución de la gestión de recursos humanos.

INVERSIONES Y GESTIÓN DEL RIESGO

La cartera de activos exteriores de reserva del BCE está compuesta por activos exteriores de reserva transferidos por los BCN de la zona del euro, de conformidad con las disposiciones del artículo 30 de los Estatutos del SEBC. El objetivo principal de las reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando se necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus operaciones en divisas.

La cartera de recursos propios del BCE refleja la inversión del capital desembolsado, la contrapartida de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, el fondo de reserva general y los ingresos acumulados en la cartera en años anteriores. Su objetivo fundamental es proporcionar al BCE ingresos que contribuyan a cubrir sus gastos de explotación.

El BCE está expuesto a riesgos financieros derivados de las dos carteras citadas, entre los que cabe mencionar riesgos de crédito, de mercado y de liquidez. El BCE mide y vigila muy de cerca dichos riesgos y, en su caso,

los reduce mediante la implantación de un marco de gestión de riesgos que contiene, en particular, un sistema de límites a la exposición.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2 del Informe Anual.

PROCEDIMIENTO PRESUPUESTARIO

Todo gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado periódicamente por el Comité Ejecutivo, con el asesoramiento de la función de control interno del BCE, y por el Consejo de Gobierno, asistido por el Comité de Presupuestos (BUCOM). Compuesto por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro, el BUCOM es esencial en el proceso de gobierno financiero del BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno, el BUCOM asiste al Consejo de Gobierno llevando a cabo una evaluación detallada de las propuestas de presupuesto anual del BCE y de las solicitudes de financiación presupuestaria suplementaria del Comité Ejecutivo previa a su presentación al Consejo de Gobierno para su aprobación.

4 RECURSOS FINANCIEROS

CAPITAL

De conformidad con lo dispuesto en los Estatutos del SEBC y en el Reglamento (CE) del Consejo nº 1009/2000, de 8 de mayo de 2000, en diciembre de 2010 el BCE decidió ampliar su capital suscrito en 5.000 millones de euros, pasando de 5.800 millones a 10.800 millones de euros.

Esta decisión responde a una evaluación de la adecuación del capital estatutario llevada a cabo en 2009. La ampliación del capital se

1 Los empleados con permisos no retribuidos no están incluidos. Esta cifra incluye al personal con contratos indefinidos o temporales y a los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluye a los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.

ha considerado apropiada en vista de la mayor volatilidad de los tipos de cambio, de los tipos de interés y de los precios del oro, y también en vista de la exposición del BCE al riesgo de crédito.

Con el fin de facilitar la transferencia de capital al BCE, el Consejo de Gobierno ha decidido que los BCN de la zona del euro deben desembolsar el importe adicional de su participación en el capital, cuyo importe total es de 3.489.575.000 euros, en tres plazos anuales iguales. El 29 de diciembre de 2010, los BCN de la zona del euro (en su composición a dicha fecha) desembolsaron 1.163.191.667 euros como pago del primer plazo. Los dos plazos restantes se harán efectivos a finales de 2011 y 2012, respectivamente. Asimismo, el porcentaje mínimo del capital suscrito que los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar como contribución a los costes operativos del BCE se redujo del 7,00% al 3,75%. En consecuencia, el capital desembolsado por los BCN no pertenecientes a la zona del euro se ajustó ligeramente y el 29 de diciembre de 2010 se realizaron pagos por un importe total de 84.220 euros.

Como resultado, el capital desembolsado del BCE era de 5.306 millones de euros a 31 de diciembre de 2010, en comparación con 4.142 millones de euros a 31 de diciembre de 2009. Se puede encontrar información detallada sobre estas modificaciones en la nota 17, «Capital y reservas», de las Cuentas Anuales.

PROVISIÓN POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS, DE CRÉDITO Y DE PRECIO DEL ORO

Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés. Este grado de exposición al riesgo procede, principalmente, de las tenencias de oro y activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses y

yenés, que se invierten en su mayor parte en instrumentos que generan intereses.

En 2005, teniendo en cuenta la elevada exposición del BCE a estos riesgos y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno decidió constituir una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. En 2009, a raíz del establecimiento del programa de adquisiciones de bonos garantizados (véase la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», de las Cuentas Anuales), el Consejo de Gobierno decidió ampliar el ámbito de la provisión por riesgos para cubrir también el riesgo de crédito.

A 31 de diciembre de 2009, el importe de esta provisión ascendía a 4.020.445.722 euros. De conformidad con los Estatutos del SEBC, la cuantía conjunta de la provisión por riesgos y el importe mantenido en el fondo de reserva general del BCE no podrá superar el valor de las participaciones del capital desembolsadas por los BCN de la zona del euro. Una vez considerados los resultados de su evaluación de riesgos, el Consejo de Gobierno decidió aumentar la provisión por riesgos a 5.183.637.388 euros, que, tras la ampliación del capital, constituye el límite máximo actualmente permitido.

La dotación y el mantenimiento de esta provisión se revisan anualmente teniendo en cuenta diversos factores, en especial, el volumen de las tenencias de activos con riesgo, la medida en la que se hayan materializado los riesgos asumidos en el presente ejercicio, los resultados proyectados para el próximo ejercicio y una evaluación del riesgo que incluye cálculos de valor en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se aplican de forma sistemática a lo largo del tiempo.

5 RESULTADOS FINANCIEROS

CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo

prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Una vez que las cuentas han sido aprobadas por el Consejo de Gobierno, son publicadas.

RESULTADOS FINANCIEROS DE 2010

En 2010, los ingresos netos del BCE previos a la transferencia a la provisión por riesgos fueron de 1.334 millones de euros, frente a los 2.218 millones de euros de 2009. El beneficio neto, una vez realizada dicha transferencia, ascendió a 171 millones de euros, que fue distribuido a los BCN de la zona del euro en marzo de 2011.

Los ingresos netos por intereses se redujeron de 1.547 millones de euros en 2009, a 1.422 millones en 2010 debido, principalmente, (a) a la materialización de un gasto neto por intereses correspondiente a los saldos de TARGET2 en 2010; (b) al descenso de los ingresos netos por intereses procedentes de los activos exteriores de reserva, consecuencia, fundamentalmente, de tipos de interés de los activos denominados en dólares estadounidenses en promedio inferiores en el ejercicio, y (c) a la reducción de los ingresos por intereses generados por la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación, como reflejo del descenso del tipo medio de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Dichos factores se vieron parcialmente compensados por los siguientes elementos: (a) los ingresos adicionales generados por los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores y del programa de adquisiciones de bonos garantizados; (b) la reducción de los gastos por intereses como resultado de la disminución de los depósitos en el Banco Nacional Suizo, y (c) el descenso de los gastos por intereses derivados de los activos exteriores de reserva transferidos al BCE por los BCN de la zona del euro.

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras pasaron de 1.103 millones de euros en 2009 a 474 millones en 2010, debido

fundamentalmente a que (a) el BCE no realizó ninguna venta de oro en 2010, y (b) al descenso de las ganancias netas generadas por la venta de valores en 2010.

En 2010 se registraron minusvalías por un importe de 195 millones de euros, en comparación con 38 millones de euros en 2009, debido fundamentalmente a pérdidas no realizadas por precio de los valores, que figuran en el Balance con su valor de mercado al fin de 2010.

Al fin de 2009, las ganancias no realizadas por tipo de cambio, generadas principalmente por las carteras de divisas en dólares estadounidenses y yenes, ascendieron a 2.070 millones de euros, mientras que las ganancias no realizadas por precio del oro fueron de 8.418 millones de euros. En 2010, la depreciación del euro frente al yen y al dólar estadounidense se tradujo en un aumento de las ganancias no realizadas por tipo de cambio, que ascendieron a 6.271 millones de euros, al tiempo que se registraron ganancias no realizadas por el precio del oro por un importe de 13.079 millones de euros debido al alza del precio de dicho metal en 2010. De conformidad con los principios contables del Eurosistema, estas ganancias se registraron en cuentas de revalorización.

Los gastos de administración del BCE, incluida la amortización, aumentaron de 401 millones de euros en 2009 a 415 millones de euros en 2010.

BALANCE AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2010 €	2009 €
Oro y derechos en oro	1	17.015.600.109	12.355.158.122
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI	2.1	414.722.811	346.455.675
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	2.2	39.298.995.950	35.109.527.121
		39.713.718.761	35.455.982.796
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2.2	4.326.557.549	3.293.593.476
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	3.1	1.800.000.000	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	33.368.000	5.000
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	5		
Valores mantenidos con fines de política monetaria	5.1	17.925.976.508	2.181.842.083
Cuentas intra-Eurosistema	6		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema	6.1	67.176.191.390	64.513.307.300
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	13.2	0	6.359.967.425
		67.176.191.390	70.873.274.725
Otros activos	7		
Inmovilizado material e inmaterial	7.1	281.925.625	221.886.920
Otros activos financieros	7.2	13.249.960.731	11.816.451.684
Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance	7.3	147.260.366	20.951.426
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	7.4	1.319.491.653	775.782.372
Diversos	7.5	532.963.278	1.003.035.232
		15.531.601.653	13.838.107.634
Total activo		163.523.013.970	137.997.963.836

PASIVO	NOTA NÚMERO	2010 €	2009 €
Billetes en circulación	8	67.176.191.390	64.513.307.300
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	9	33.363.000	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	10		
Otros pasivos	10.1	1.072.000.000	1.056.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	11	1.201.602.021	9.515.160.271
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12		
Depósitos y otros pasivos	12.1	478.028.926	18.752.058
Cuentas intra-Eurosistema	13		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera	13.1	40.204.457.215	40.204.457.215
Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	13.2	21.225.255.926	0
		61.429.713.141	40.204.457.215
Otros pasivos	14		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	14.1	568.235.002	196.041.410
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	14.2	749.630.881	731.468.960
Diversos	14.3	494.466.366	409.204.389
		1.812.332.249	1.336.714.759
Provisiones	15	5.216.716.613	4.042.873.982
Cuentas de revalorización	16	19.626.699.159	10.915.251.958
Capital y reservas	17		
Capital	17.1	5.305.536.076	4.142.260.189
Beneficio del ejercicio		170.831.395	2.253.186.104
Total pasivo		163.523.013.970	137.997.963.836

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO QUE FINALIZÓ EL 31 DE DICIEMBRE DE 2010

	NOTA NÚMERO	2010 €	2009 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva	26.1	366.179.478	700.216.277
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	26.2	653.509.659	787.157.441
Otros ingresos por intereses	26.4	4.796.498.245	5.608.442.130
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>5.816.187.382</i>	<i>7.095.815.848</i>
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas	26.3	(346.484.251)	(443.045.045)
Otros gastos por intereses	26.4	(4.047.227.079)	(5.105.724.953)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(4.393.711.330)</i>	<i>(5.548.769.998)</i>
Ingresos netos por intereses	26	1.422.476.052	1.547.045.850
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	27	474.313.327	1.102.597.118
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	28	(195.213.437)	(37.939.649)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro		(1.163.191.667)	34.806.031
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		(884.091.777)	1.099.463.500
Gastos netos por honorarios y comisiones	29	(1.409.017)	(16.010)
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	30	2.612.858	934.492
Otros ingresos	31	46.537.026	6.783.936
Total ingresos netos		586.125.142	2.654.211.768
Gastos de personal	32	(196.470.934)	(187.314.707)
Gastos de administración	33	(196.636.534)	(186.447.503)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(13.601.111)	(21.042.602)
Gastos de producción de billetes	34	(8.585.168)	(6.220.852)
Beneficio del ejercicio		170.831.395	2.253.186.104

Fráncfort del Meno, 22 de febrero de 2011

BANCO CENTRAL EUROPEO

Jean-Claude Trichet
Presidente

NORMATIVA CONTABLE¹

FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del BCE se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación², y que el Consejo de Gobierno del BCE considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

PRINCIPIOS CONTABLES

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, empresa en funcionamiento, devengo, consistencia y comparabilidad.

RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos o pasivos solo se reflejan en el balance cuando sea probable que se produzca un resultado económico futuro derivado de los mismos para o por el BCE y la casi totalidad de los riesgos o beneficios asociados se haya transferido al BCE y el coste o valor del activo o el importe de la obligación pueda determinarse de forma fidedigna.

CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables (distintos de los clasificados como mantenidos hasta su vencimiento), del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera del balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidaron.

A excepción de los valores, las operaciones con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se registran en la fecha de

contratación en cuentas fuera del balance. En la fecha de liquidación, los asientos en las cuentas fuera del balance se cancelan y se registran en el balance. Las compras y ventas de divisas afectan a la posición neta en moneda extranjera en la fecha de contratación y los resultados realizados derivados de las ventas se calculan en dicha fecha. Los intereses devengados, las primas y los descuentos relacionados con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se calculan y registran diariamente y, por lo tanto, inciden en la posición en moneda extranjera también de forma diaria.

ORO Y ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha en que se registran. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera del balance, se realiza divisa a divisa.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la correspondiente al tipo de cambio.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio, y no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que, para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2010, se deriva del tipo de

1 La Decisión BCE/2006/17 de 10 de noviembre de 2006, DO L 348, de 11.12.2006, p. 38, según texto modificado, que detalla la normativa contable del BCE, ha sido derogada y sustituida por la Decisión BCE/2010/21 de 11 de noviembre de 2010, DO L 35, 9.2.2011, p. 1, con efectos a partir del 31 de diciembre de 2010.

2 Estos principios son coherentes con lo previsto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2010.

Los derechos especiales de giro (DEG) se definen en términos de una cesta de divisas. Para revaluar las tenencias de DEG del BCE, el valor de los mismos se calculó como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen) frente al euro a 31 de diciembre de 2010.

VALORES

Los valores negociables (distintos de los clasificados como mantenidos hasta su vencimiento) y activos similares se valoran de forma individualizada al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance o aplicando la curva de rendimientos vigente en esa misma fecha. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2010, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2010.

Los valores negociables clasificados como mantenidos hasta su vencimiento y las acciones no líquidas se valoran por el coste minorado por las pérdidas por deterioro.

RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan o en el que se incurren. Las pérdidas y ganancias realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de pérdidas y ganancias si al final de año superan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en

cualquier valor, moneda u oro no se compensan con ganancias no realizadas en otro valor, moneda u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento llevadas a la Cuenta de pérdidas y ganancias, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado o al tipo de cambio de fin de año.

Las pérdidas por deterioro se registran en la Cuenta de pérdidas y ganancias y no revierten en ejercicios posteriores a menos que el deterioro se reduzca y que la reducción esté relacionada con un acontecimiento observable que se produzca después de que el deterioro fuese registrado.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos, incluidos aquellos clasificados como mantenidos hasta su vencimiento, se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los valores.

OPERACIONES TEMPORALES

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

A través de las adquisiciones temporales se compran valores al contado con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las adquisiciones temporales de valores se registran como préstamos con garantía en el

activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias de valores del BCE y generan ingresos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores solo se registran en el balance cuando la garantía consiste en el depósito de efectivo en una cuenta del BCE. En 2010, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo en relación con tales operaciones.

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas y otros instrumentos que conllevan operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

La valoración de los instrumentos sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las modificaciones diarias del margen de variación de los contratos de futuros sobre tipos de interés vivos quedan registradas en la Cuenta de pérdidas y ganancias. La valoración de operaciones a plazo con valores y de *swaps* de tipos de interés se realiza de acuerdo con métodos de valoración generalmente aceptados que utilizan precios y tipos de mercado observables y factores de descuento desde las fechas de liquidación hasta la fecha de valoración.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Los acontecimientos importantes posteriores al cierre del balance que no afectan a la situación de los activos y pasivos en la fecha del balance se presentan en las notas.

SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET2, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase el capítulo 2 del Informe Anual), y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET2. Estos saldos bilaterales se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada banco central un único saldo neto frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC. Los saldos intra-Eurosistema de los BCN de la zona del euro frente al BCE procedentes de operaciones TARGET2, así como otros saldos intra-Eurosistema denominados en euros (por ejemplo, la distribución provisional de beneficios a los BCN), se presentan en el balance del BCE por su posición neta y figuran en «Otros activos intra-Eurosistema (neto)» u «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)». Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro frente al BCE, derivados de su participación en TARGET2³, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

3 A 31 de diciembre de 2010, los BCN no pertenecientes a la zona del euro que participaban en TARGET2 eran los siguientes: Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Eesti Pank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas y Narodowy Bank Polski.

Los saldos intra-Eurosistema derivados de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE por los BCN que se incorporan al Eurosistema están denominados en euros y figuran en el apartado «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera».

TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos, excepto terrenos y obras de arte, se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos y las obras de arte se valoran por su precio de adquisición. La amortización se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando en el período durante el que se espera utilizar el activo. En concreto:

Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	cuatro años
Equipamiento, mobiliario e instalaciones	diez años
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

La duración del período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas en alquiler que actualmente ocupa el BCE, se ha ajustado a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado íntegramente antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

Los costes relativos a la nueva sede del BCE se recogen en la rúbrica «Inmovilizado en curso» si cumplen los criterios de capitalización, y se transferirán a las rúbricas de activos fijos correspondientes una vez dichos activos puedan utilizarse. Con respecto a la amortización de la nueva sede del BCE, los costes se asignarán a los componentes oportunos y se amortizarán de acuerdo con las estimaciones de vida útil de los activos.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos

mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados.

El 1 de junio de 2009 se implantó un nuevo plan de pensiones tanto para el personal existente como para el futuro, con objeto de asegurar su sostenibilidad financiera a largo plazo. Así, las contribuciones obligatorias, tanto del BCE como del personal, han aumentado del 16,5% al 18%, y del 4,5% al 6% del salario base, respectivamente. Al igual que con el anterior plan, los empleados pueden seguir realizando contribuciones voluntarias adicionales en un sistema de aportación definida, con el fin de mejorar la prestación⁴. El plan de jubilación anterior quedó congelado el 31 de mayo de 2009, preservándose los correspondientes derechos adquiridos por el personal.

BALANCE

El pasivo que se refleja en el balance respecto al plan de prestación definida es el siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas a la fecha del balance, *menos* el valor razonable de los activos afectos al plan destinados a financiar la obligación, ajustados por las pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas.

Las obligaciones por prestaciones definidas se calculan con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de la obligación por prestación definida se calcula descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando un tipo de interés que se determina con referencia a los rendimientos de mercado a fecha de balance de valores de renta fija de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo de las obligaciones por pensiones de que se trate.

⁴ Cada empleado puede hacer uso de los fondos acumulados mediante las aportaciones voluntarias para adquirir una pensión suplementaria, que se incluiría en las obligaciones por prestación definida a partir de ese momento.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente), y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

El importe neto registrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- (a) el coste actual de servicio de las prestaciones definidas originado en el ejercicio;
- (b) el interés al tipo de descuento de la obligación por prestaciones definidas;
- (c) el rendimiento esperado de los activos afectos al plan mantenidos frente a las obligaciones por prestaciones definidas;
- (d) cualquier pérdida o ganancia actuarial derivada de prestaciones post-empleo, utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%»; y
- (e) cualquier pérdida o ganancia actuarial derivada de otras prestaciones a largo plazo, íntegramente.

SISTEMA DE «BANDA DE FLUCTUACIÓN DEL 10%»

Las pérdidas y ganancias actuariales netas no reconocidas derivadas de prestaciones post-empleo que excedan lo que sea más elevado de: a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al plan mantenidos frente a las obligaciones por prestaciones definidas, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese plan.

PENSIONES DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO Y OTRAS OBLIGACIONES POST-EMPLEO

Existen prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo para los miembros del

Comité Ejecutivo del BCE no financiadas a través de un fondo y provisiones para la cobertura de prestaciones por incapacidad de los empleados. Los costes estimados de estas prestaciones se devengan de acuerdo con las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo y de los empleados utilizando un método contable similar al de los planes de pensiones de prestaciones definidas. Las pérdidas y ganancias actuariales se reflejarán de la forma descrita en la rúbrica anterior «Cuenta de pérdidas y ganancias».

Estas obligaciones se valoran con carácter anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

BILLETES EN CIRCULACIÓN

El BCE y los BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros⁵. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes⁶.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en euros en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de billetes en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses⁷, se presentan en la subpartida «Cuentas Intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). Los ingresos

5 Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (refundición), DO L 35, de 9.2.2011, p. 26.

6 «Clave de asignación de billetes» son los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

7 Decisión BCE/2010/23, de 25 de noviembre de 2010, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (refundición), DO L 35 de 9.2.2011, p. 17.

por intereses devengados por estos activos se incluyen en la partida «Ingresos netos por intereses».

DISTRIBUCIÓN PROVISIONAL DE BENEFICIOS

Los ingresos del BCE procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores se asignan a los BCN de la zona del euro en el ejercicio en el que se devengan, y el BCE los distribuye en enero del año siguiente mediante una distribución provisional de beneficios⁸. Estos ingresos se distribuyen en su totalidad, a menos que el beneficio neto del BCE en el ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación y por los valores adquiridos conforme al Programa para los Mercados de Valores, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. Asimismo, es posible que el Consejo de Gobierno decida reducir los ingresos procedentes de los billetes en euros en circulación en razón de los gastos soportados por el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

OTRAS CUESTIONES

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero de 2012.

8 Decisión BCE/2010/24, de 25 de noviembre de 2010, sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores (refundición), DO L 6 de 11.1.2011, p. 35.

NOTAS AL BALANCE

I ORO Y DERECHOS EN ORO

A 31 de diciembre de 2010, las tenencias del BCE ascendían a 16.122.143 onzas de oro fino⁹, frente a 16.122.146 onzas en 2009. Esta ligera reducción se debió a diferencias en el peso resultantes de un programa de sustitución que el BCE inició en 2010. El valor equivalente en euros de dichas tenencias se incrementó debido al significativo aumento del precio del oro en 2010 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES Y RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

2.1 ACTIVOS FRENTE AL FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2010, que se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

2.2 DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES, PRÉSTAMOS AL EXTERIOR Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES; ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estas dos rúbricas incluyen depósitos en bancos y préstamos denominados en moneda extranjera, e inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes.

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2010 €	2009 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	1.415.134.235	845.908.975	569.225.260

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2010 €	2009 €	Diferencia €
Depósitos	881.467.443	636.977.905	244.489.538
Adquisiciones temporales	54.632.540	0	54.632.540
Inversiones en valores	36.947.761.732	33.626.640.241	3.321.121.491
Total	39.298.995.950	35.109.527.121	4.189.468.829

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2010 €	2009 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	3.522.840	677.846	2.844.994
Depósitos	4.254.182.741	3.292.915.630	961.267.111
Adquisiciones temporales	68.851.968	0	68.851.968
Total	4.326.557.549	3.293.593.476	1.032.964.073

El incremento del valor en euros de estas posiciones en 2010 se debió principalmente a la apreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro. Los ingresos recibidos en 2010, fundamentalmente en la cartera en dólares estadounidenses, también han contribuido al incremento del valor total de estas partidas.

La posición neta del BCE en moneda extranjera (dólares estadounidenses y yenes¹⁰) a 31 de diciembre de 2010 era la siguiente:

	Millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	43.952
Yenes	1.101.816

⁹ Equivale a 501,5 toneladas.

¹⁰ Estas tenencias incluyen activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, que figuran en las partidas «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro», «Diferencias por valoración de partidas fuera de balance» (lado del pasivo) y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», teniendo además en cuenta las operaciones a plazo en divisas y los *swaps* de divisas registrados en partidas fuera de balance. No se incluyen los efectos de las revalorizaciones de los precios de los valores denominados en moneda extranjera.

3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

3.1 DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES Y PRÉSTAMOS

A 31 de diciembre de 2010, esta partida incluía un activo frente a un banco central no perteneciente a la zona del euro en relación con un acuerdo con el BCE sobre cesiones temporales que da a dicho banco central la posibilidad de obtener préstamos en euros a cambio de activos de garantía admitidos para sustentar sus operaciones de inyección de liquidez en el mercado nacional.

4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2010, esta partida estaba formada fundamentalmente por una adquisición temporal viva realizada en el contexto de operaciones de préstamo de bonos garantizados (véase la nota 9, «Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro»).

5 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

5.1 VALORES MANTENIDOS A EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

A 31 de diciembre de 2009, esta partida se componía de valores adquiridos por el BCE en el ámbito del programa de adquisiciones de bonos garantizados en virtud del cual, el BCE y los BCN adquirieron bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro. Las adquisiciones se completaron en su totalidad a finales de junio de 2010.

En mayo de 2010 el Consejo de Gobierno creó el Programa para los Mercados de Valores. En el marco del programa, el BCE y los BCN pueden realizar adquisiciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro con el fin de corregir el mal funcionamiento observado en algunos segmentos de los mercados de renta fija de la zona del euro y restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Las tenencias del BCE de valores adquiridos en el marco de ambos programas al final de 2010 eran como sigue:

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Programa de adquisiciones de bonos garantizados	4.823.413.246	2.181.842.083	2.641.571.163
Programa para los Mercados de Valores	13.102.563.262	0	13.102.563.262
Total	17.925.976.508	2.181.842.083	15.744.134.425

El Consejo de Gobierno decidió clasificar los valores adquiridos en el marco de ambos programas como mantenidos hasta su vencimiento (véase «Valores» en el apartado sobre normativa contable). Dichos valores no registraron deterioros como resultado de las pruebas de deterioro realizadas a 31 de diciembre de 2010.

6 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

6.1 ACTIVOS RELACIONADOS CON LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

7 OTROS ACTIVOS

7.1 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

A 31 de diciembre de 2010, estos activos incluyen los siguientes elementos:

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Coste			
Terrenos y construcciones	168.714.234	168.811.800	(97.566)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	188.781.597	182.723.860	6.057.737
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	30.325.142	29.786.515	538.627
Inmovilizado en curso	174.386.237	107.411.277	66.974.960
Otros activos fijos	1.525.084	1.415.991	109.093
Coste total	563.732.294	490.149.443	73.582.851
Depreciación acumulada			
Terrenos y construcciones	(74.965.599)	(70.731.976)	(4.233.623)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(177.760.956)	(169.735.407)	(8.025.549)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	(28.878.352)	(27.593.378)	(1.284.974)
Otros activos fijos	(201.762)	(201.762)	0
Total depreciación acumulada	(281.806.669)	(268.262.523)	(13.544.146)
Valor neto contable	281.925.625	221.886.920	60.038.705

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con los trabajos de construcción de la nueva sede del BCE.

En 2009 se incluyeron en la categoría «Otros activos fijos» activos con un coste de 2,3 millones de euros. Para reflejar su situación actual, en 2010 se reclasificaron en la rúbrica «Inmovilizado en curso». El balance comparativo de 2009 se ha ajustado en consecuencia.

7.2 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

Esta partida se compone de la inversión de los recursos propios del BCE¹¹ mantenida como contrapartida directa de su capital y reservas, así como de otros activos financieros que incluyen 3.211 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

Los principales componentes de esta partida son:

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Cuentas corrientes en euros	4.377.086	8.748.115	(4.371.029)
Valores emitidos en euros	11.534.194.166	11.295.095.956	239.098.210
Adquisiciones temporales en euros	1.669.436.200	470.622.051	1.198.814.149
Otros activos financieros	41.953.279	41.985.562	(32.283)
Total	13.249.960.731	11.816.451.684	1.433.509.047

El incremento neto en esta partida se debió principalmente a la inversión en la cartera de recursos propios del importe recibido de los BCN como resultado de la ampliación del capital del BCE (véase la nota 17, «Capital y reservas») y de los ingresos recibidos en 2010.

7.3 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2010 (véase la nota 23, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la

¹¹ Las cesiones temporales realizadas en el contexto de la gestión de la cartera de recursos propios se recogen en la rúbrica «Diversos» en el lado del pasivo (véase el apartado 14.3, «Diversos»).

conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

También se incluyen las ganancias por valoración en operaciones *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 21, «*Swaps* de tipos de interés»).

7.4 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

En 2010 esta partida incluía intereses a cobrar correspondientes a los saldos de TARGET2 adeudados por los BCN de la zona del euro mantenidos durante el último mes de 2010 por valor de 364,7 millones de euros (261,6 millones de euros en 2009), e intereses a cobrar correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema durante el último trimestre del ejercicio (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable) por importe de 166,7 millones de euros (157,8 millones de euros en 2009).

Incluye, además, los intereses devengados por el cupón de los valores (véanse la nota 2.2, «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», y la nota 7.2, «Otros activos financieros») y los intereses devengados por otros activos financieros.

7.5 DIVERSOS

Esta partida se compone principalmente de saldos positivos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2010 (véase la nota 23, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Estos saldos derivan de la conversión

de estas operaciones en su equivalente en euros al coste medio de la divisa respectiva en la fecha del balance, comparada con el valor en euros con el que las operaciones se registran inicialmente (véase «Posiciones registradas fuera del balance» en el apartado sobre normativa contable).

Incluye asimismo un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación con el impuesto sobre el valor añadido recuperable y con otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables según los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de la Unión Europea, que se aplica al BCE en virtud del artículo 39 de los Estatutos del SEBC.

8 BILLETES EN CIRCULACIÓN

Esta partida recoge la participación del BCE (8%) en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

9 OTROS PASIVOS EN EUROS CON ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En 2010, el Consejo de Gobierno decidió que los bancos centrales de la zona del euro estarían dispuestos a prestar bonos adquiridos en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados. El BCE ejecutó dichas operaciones de préstamo mediante cesiones temporales perfectamente casadas, de forma que los importes recibidos en virtud de acuerdos de cesión temporal se reinvierten de forma íntegra y simultánea con la misma contrapartida en el marco de un acuerdo de adquisición temporal (véase la nota 4, «Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro»). A 31 de diciembre de 2010 seguía viva una cesión temporal efectuada en el contexto de operaciones de préstamo de bonos garantizados por valor de 33,4 millones de euros.

10 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

10.1 OTROS PASIVOS

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET2.

11 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2010, estos pasivos incluían fundamentalmente saldos mantenidos en el BCE por BCN no pertenecientes a la zona del euro, como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET2 (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

A 31 de diciembre de 2009, esta partida constaba fundamentalmente de un pasivo cuyo importe ascendía a 4,5 mm de euros procedentes del acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal con la Reserva Federal. En el marco de este acuerdo, la Reserva Federal suministró dólares estadounidenses al BCE mediante una línea de *swap* temporal a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizaron los fondos obtenidos para efectuar operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con entidades de contrapartida del Eurosistema en forma de operaciones temporales y *swap*. Las operaciones *swap* se tradujeron en saldos intra-Eurosistema entre el BCE y los BCN. En vista de las mejoras observadas en el funcionamiento de los mercados financieros, a principios de 2010 el BCE confirmó la finalización de las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal el 1 de febrero de 2010. No obstante, en respuesta a la reaparición de tensiones en la financiación

a corto plazo en dólares estadounidenses en los mercados europeos, el 10 de mayo de 2010 el BCE y otros bancos centrales decidieron restablecer los acuerdos de divisas temporales (líneas *swap*) para la provisión de liquidez en dólares con la Reserva Federal. Como resultado de la reactivación de las operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, a 31 de diciembre de 2010 estaba vivo un pasivo frente a la Reserva Federal por un importe de 57 millones de euros.

A 31 de diciembre de 2009, esta partida también incluía un pasivo frente al Banco Nacional Suizo por valor de 1,8 mm de euros. El Banco Nacional Suizo suministró francos suizos mediante un acuerdo de *swap* adoptado a fin de ofrecer financiación en francos suizos a corto plazo a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizaron los fondos obtenidos para efectuar operaciones de inyección de liquidez en francos suizos con entidades de contrapartida del Eurosistema a cambio de euros en forma de operaciones *swap*. Las operaciones *swap* entre el BCE y los BCN se tradujeron en saldos intra-Eurosistema. En vista del descenso de la demanda y la mejora de las condiciones de los mercados de financiación, el BCE decidió, de acuerdo con el Banco Nacional Suizo, suspender las operaciones de inyección de liquidez en francos suizos a partir del 31 de enero de 2010. En consecuencia, a 31 de diciembre de 2010 no había saldos vivos relacionados con tales pasivos.

12 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

12.1 DEPÓSITOS Y OTROS PASIVOS

Esta partida recoge los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

13 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

13.1 PASIVOS EQUIVALENTES A LA TRANSFERENCIA DE RESERVAS EN MONEDA EXTRANJERA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia al BCE de activos exteriores de reserva. En 2010 no se registraron cambios.

Estos pasivos se remuneran al tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la remuneración nula del componente de oro (véase la nota 26.3 de «Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas»).

	Desde el 1 de enero de 2009 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639.835.662
Bank of Greece	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881
Central Bank of Cyprus	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638
Suomen Pankki – Finlands Bank	722.328.205
Total	40.204.457.215

13.2 OTROS ACTIVOS/(PASIVOS) INTRA-EUROSISTEMA (NETO)

En 2010 esta partida se componía principalmente de los saldos TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE (véase «Saldos

intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). A final de 2009, el BCE tenía activos netos frente a los BCN de la zona del euro y a final de 2010, un pasivo neto. Este pasivo se debía fundamentalmente a adquisiciones de valores realizadas en 2010 en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados y del Programa para los Mercados de Valores (véase la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro»), que se liquidaron a través de las cuentas de TARGET2.

La reducción del saldo vivo relativo a las operaciones *swap* realizadas con los BCN en relación con operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses, así como la cesación de las operaciones de inyección de liquidez en francos suizos (véase la nota 11 «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»), contribuyeron asimismo al descenso del activo neto y a la generación de un pasivo neto en 2010.

En 2009 esta rúbrica incluía también el importe debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes en circulación. Respecto a 2010, el Consejo de Gobierno decidió retener el importe total de estos ingresos, así como los procedentes de valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores, y a final de 2010 no quedaba pendiente ningún importe relacionado con este concepto (véase «Distribución provisional de beneficios» en el apartado sobre normativa contable).

	2010 €	2009 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(435.850.611.581)	(317.085.135.903)
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	457.075.867.507	309.938.011.037

	2010 €	2009 €
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes en circulación	0	787.157.441
Otros activos/ (pasivos) intra-Eurosistema (neto)	21.225.255.926	(6.359.967.425)

14 OTROS PASIVOS

14.1 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2010 (véase la nota 23, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véase «Posiciones registradas fuera del balance» y «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

En esta partida se incluyen además las pérdidas de valoración en las operaciones *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 21, «*Swaps* de tipos de interés»).

14.2 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

A 31 de diciembre de 2010 los dos componentes principales de esta partida eran periodificaciones sobre intereses debidos a los BCN en relación con TARGET2, por valor de 381,8 millones de euros (259,7 millones de euro en 2009),

y los intereses adeudados a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 13, «Pasivos intra-Eurosistema»), por importe de 346,5 millones de euros (443,0 millones de euros en 2009). Las periodificaciones sobre instrumentos financieros y otras periodificaciones se recogen también en esta partida.

En esta partida se incluye también una contribución al BCE de la ciudad de Fráncfort por valor de 15,3 millones de euros para la conservación del edificio histórico *Grossmarkthalle*, relacionada con la construcción de la nueva sede del BCE. Este importe se compensará con el coste de construcción del edificio cuando comience a utilizarse (véase la nota 7.1 «Inmovilizado material e inmaterial»).

14.3 DIVERSOS

Esta partida se compone de saldos negativos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2010 (véase la nota 23, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Estos saldos derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al coste medio de la divisa respectiva en la fecha del balance, comparada con el valor en euros con el que las operaciones se registran inicialmente (véase «Posiciones registradas fuera del balance» en el apartado sobre normativa contable).

También incluye operaciones de cesión vivas por un importe de 235,4 millones de euros (146,6 millones en 2009), realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 7.2, «Otros activos financieros») y el pasivo neto correspondiente a las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones como se describe a continuación.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las obligaciones de pensiones del BCE (véase «Plan de jubilación del BCE y otras

prestaciones post-empleo» en las notas sobre normativa contable) son las siguientes:

	2010 en millones de euros	2009 en millones de euros
Valor actual de las obligaciones	555.5	443.9
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(391.6)	(333.2)
Ganancias/(Pérdidas) actuariales no reconocidas	(71.1)	(24.0)
Pasivo reconocido en el balance	92.8	86.7

El valor actual de estas obligaciones incluye obligaciones no financiadas a través de fondos relacionadas con las pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo y con las provisiones para incapacidad de los empleados por valor de 52,2 millones de euros (44,9 millones de euros en 2009).

Las cantidades reflejadas en la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2010 en relación con el «Coste actual del servicio», el «Interés sobre las obligaciones», el «Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan» y las «(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio» son las siguientes:

	2010 en millones de euros	2009 en millones de euros
Coste actual del servicio	26.6	24.7
Interés sobre las obligaciones	21.9	14.2
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(18.4)	(9.9)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	(1.3)	(0.3)
Total incluido en los «Gastos de personal»	28.8	28.7

De acuerdo con el sistema de la banda del 10% (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en el apartado sobre normativa contable), las ganancias y pérdidas actuariales acumuladas netas no reconocidas que excedan lo que sea más elevado de : a) el 10% del

valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas, y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al Plan, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese Plan.

Hasta 2009, las ganancias y pérdidas actuariales derivadas de otros beneficios a largo plazo (por ejemplo, prestaciones por discapacidad y fallecimiento) se registraban en la Cuenta de pérdidas y ganancias, de acuerdo con el sistema de la banda del 10%. En 2010, debido a la modificación de la metodología, estos importes se registraron íntegramente en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Las cantidades vivas en 2009 no eran significativas y no se ha considerado necesario reflejarlas.

Las variaciones del valor actual de las obligaciones son las siguientes:

	2010 en millones de euros	2009 en millones de euros
Obligaciones: situación inicial	443.9	317.0
Coste del servicio	26.6	24.7
Coste por intereses	21.9	14.2
Aportaciones de los partícipes en el Plan ¹⁾	17.5	22.1
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los partícipes en el plan	4.5	(26.9)
Prestaciones pagadas	(5.2)	(4.2)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales	46.3	97.0
Obligaciones: situación final	555.5	443.9

1) Incluidas las transferencias a otros planes de pensiones y las recibidas de estos.

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al plan, incluidas las derivadas de las aportaciones voluntarias de los partícipes en el plan, son las siguientes:

	2010 en millones de euros	2009 en millones de euros
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	333.2	226.7
Rendimiento previsto	18.4	9.9
Ganancias)/Pérdidas actuariales	0.6	65.7
Aportaciones del empleador	22.4	39.7

	2010 en millones de euros	2009 en millones de euros
Aportaciones de los partícipes en el Plan	17.3	21.9
Prestaciones pagadas	(4.8)	(3.8)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los partícipes en el Plan	4.5	(26.9)
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	391.6	333.2

En 2009 las pérdidas actuariales resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas ascendieron a 97,0 millones de euros. En este importe se incluyen los efectos de a) el descenso del tipo de descuento desde el 5,75% hasta el 5,50% que ha generado un incremento del valor del pasivo; b) un crecimiento mayor de lo esperado del valor de las prestaciones garantizadas; y c) la inclusión explícita de la obligación derivada de las prestaciones de los dependientes. Anteriormente a 2009 se consideraba que el pasivo neto derivado de las prestaciones de los dependientes era irrelevante y en consecuencia no se recogía de forma explícita. No obstante, puesto que este pasivo ha crecido, se ha tomado la decisión de incluirlo formalmente en el cálculo de las obligaciones por prestaciones definidas. Igualmente, la inclusión explícita de los activos correspondientes en la valoración actuarial se ha traducido en ganancias actuariales de activos del plan que representan 42,1 millones de euros, del total de ganancias actuariales de 65,7 millones de euros registradas en 2009.

Las pérdidas actuariales de 46,3 millones de euros resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas en 2010 se deben principalmente al descenso del tipo de descuento desde el 5,50% hasta el 5,00% y a un incremento del valor de las prestaciones garantizadas. Estos factores se vieron compensados parcialmente por la reducción del incremento futuro estimado de las pensiones desde el 2,00% hasta el 1,65%.

Como resultado de la aplicación de la Garantía de Capital anual a 31 de diciembre de 2008, y teniendo en cuenta las pérdidas de capital

registradas en la cuenta de aportación principal de los beneficiarios del plan, el Consejo de Gobierno, actuando de acuerdo con el asesoramiento de los actuarios y en consonancia con las normas del Plan de Jubilación del BCE, decidió en 2009 hacer una aportación suplementaria de aproximadamente 19,9 millones de euros procedente de los activos generales del BCE. Esta contribución ha representado un incremento de las contribuciones pagadas en 2009 por el BCE frente a la cifra respectiva correspondiente a 2010.

En 2009 los importes abonados de los fondos procedentes de las aportaciones voluntarias de los participantes en el plan, así como las transferencias realizadas al fondo o pagadas por el mismo, se incluyeron en «Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el Plan». En 2010 estas partidas se incluyeron, por razones de presentación, en «Prestaciones pagadas» y «Contribuciones de los partícipes en el Plan» respectivamente, y las cifras correspondientes a 2009 se ajustaron en consecuencia.

Para realizar las valoraciones a las que se hace referencia en esta nota, los actuarios se han basado en supuestos que han sido aceptados por el Comité Ejecutivo a efectos contables e informativos. En el siguiente cuadro se señalan los supuestos principales utilizados para el cálculo de las obligaciones derivadas del Plan de jubilación:

	2010 %	2009 %
Tipo de descuento	5,00	5,50
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	6,00	6,50
Incrementos salariales futuros ¹⁾	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros	1,65	2,00

1) Asimismo, se contemplan posibles incrementos salariales individuales de hasta un 1,8% anual, dependiendo de la edad de los miembros del plan.

15 PROVISIONES

Esta partida recoge una provisión para riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, crédito y

de precio del oro y otras provisiones, entre las que se incluye la provisión adecuada para cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales para devolverlas a su estado original cuando el BCE se traslade a su sede definitiva.

A 31 de diciembre de 2005, teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la constitución de una provisión frente a dichos riesgos. En 2009, tras la creación del programa de adquisiciones de bonos garantizados (véase la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro»), el Consejo de Gobierno decidió ampliar el ámbito de la provisión por riesgos para incluir en ella el riesgo de crédito. El Consejo de Gobierno utilizará esta provisión en la medida en que lo considere necesario para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas de valoración no cubiertas por las cuentas de revalorización. El tamaño de esta provisión y la necesidad de mantenerla se revisan con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su exposición a los riesgos mencionados. Esta evaluación tiene en cuenta una serie de factores entre los que se incluyen, en particular, el volumen de tenencias de activos con riesgo, la importancia de las exposiciones al riesgo materializadas en el ejercicio financiero actual, los resultados proyectados para el siguiente ejercicio, y una evaluación del riesgo que incluye el cálculo de los valores en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se realiza de manera consistente a lo largo del tiempo¹². Esta provisión, junto con otros importes mantenidos en el fondo general de reserva, no excederá el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro.

A 31 de diciembre de 2009 el importe de la provisión para estos riesgos ascendía a 4.020.445.722 euros. Teniendo en cuenta los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió asignar, a 31 de diciembre de 2010, un importe adicional de 1.163.191.667

euros a esta provisión procedente de los beneficios obtenidos de los valores adquiridos conforme al Programa para los Mercados de Valores (véase la nota 26.4 «Otros ingresos por intereses»; y «Otros gastos por intereses»), ingresos por billetes en euros en circulación, (véase la nota 26.2, «Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema») y otros ingresos netos obtenidos en 2010. Esta transferencia redujo los beneficios netos del BCE en 2010 hasta 170.831.395 euros e incrementó el importe de la provisión hasta 5.183.637.388 euros que, tras el incremento de capital del BCE (véase la nota 17, «Capital y reservas»), es el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2010¹³.

16 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos.

Los tipos de cambio aplicados para la revalorización de final de año fueron:

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Oro	13.078.746.071	8.418.303.639	4.660.442.432
Divisas	6.271.078.092	2.070.299.334	4.200.778.758
Valores y otros instrumentos	276.874.996	426.648.985	(149.773.989)
Total	19.626.699.159	10.915.251.958	8.711.447.201

Tipos de cambio	2010	2009
Dólares estadounidenses por euro	1,3362	1,4406
Yenes por euro	108,65	133,16
Euros por DEG	1,1572	1,0886
Franco suizo por euro	No utilizado	1,4836
Euros por onza de oro fino	1.055,418	766,347

¹² Véase también el capítulo 2 del Informe Anual del BCE.

¹³ El tamaño de la provisión para riesgos a 31 de diciembre de 2009 y a 31 de diciembre de 2010, junto con la transferencia a la provisión para riesgos en 2010, se presentan redondeadas a la unidad de euro más próxima.

17 CAPITAL Y RESERVAS

17.1 CAPITAL

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 28.1 los Estatutos del SEBC y en el Reglamento (CE) del Consejo nº1009/2000, de 8 de mayo de 2000, el Consejo de Gobierno decidió incrementar el capital suscrito del BCE en 5 mm de euros, desde 5.760.652.403 euros hasta 10.760.652.403 euros, con efectos a partir del 29 de diciembre de 2010¹⁴.

De acuerdo con el artículo 28.3 los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno decidió que los BCN de la zona del euro pagasen sus contribuciones adicionales al capital, por importe de 3.489.575.000 euros en tres plazos iguales¹⁵. En consecuencia, los BCN de la zona del euro (en su composición a esa fecha) desembolsaron el 29 de diciembre de 2010 un importe de 1.163.191.667 como pago del primer plazo. Los dos plazos restantes se harán efectivos a finales de 2011 y 2012, respectivamente.

Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió reducir el porcentaje del capital suscrito, que los BCN no pertenecientes a la zona del euro han de

pagar como contribución a los costes operativos del BCE, desde el 7,00% hasta el 3,75%¹⁶. En consecuencia, el 29 de diciembre de 2010 los BCN no pertenecientes a la zona del euro desembolsaron una cantidad de 84.220 euros, que representa la diferencia entre su contribución del 3,75% del capital ampliado y el importe desembolsado antes de la ampliación de capital.

La clave de capital del BCE no se modificó como consecuencia del incremento de capital.

El efecto combinado de las anteriores decisiones fue un incremento del capital desembolsado del BCE por importe de 1.163.275.887 euros, tal como se muestra en el siguiente cuadro¹⁷.

14 Decisión BCE/2010/26, de 13 de diciembre de 2010, sobre la ampliación del capital del Banco Central Europeo, DO L 11 de 15.1.2011, p. 53.

15 Decisión BCE/2010/27, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso de la ampliación del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro, DO L 11 de 15.1.2011, p. 54.

16 Decisión BCE/2010/28, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro, DO L 11 de 15.1.2011, p. 56.

17 Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los totales que figuran en los cuadros de este apartado pueden no coincidir debido al redondeo.

	Clave de capital a partir del 1 de enero de 2009	Capital suscrito a partir del 29 de diciembre de 2010	Capital desembolsado a partir del 29 de diciembre de 2010	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2009	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2009
	%	€	€	€	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	180.157.051	139.730.385	139.730.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	1.406.533.694	1.090.912.027	1.090.912.027
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	82.495.233	63.983.566	63.983.566
Bank of Greece	1,9649	211.436.059	145.939.392	113.191.059	113.191.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	616.764.576	478.364.576	478.364.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	1.056.253.899	819.233.899	819.233.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	928.162.355	719.885.688	719.885.688
Central Bank of Cyprus	0,1369	14.731.333	10.168.000	7.886.333	7.886.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	12.975.526	10.063.860	10.063.860
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	4.694.066	3.640.732	3.640.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	296.216.339	229.746.339	229.746.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	144.216.254	111.854.588	111.854.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	130.007.793	100.834.460	100.834.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	24.421.025	18.941.025	18.941.025

	Clave de capital a partir del 1 de enero de 2009	Capital suscrito a partir del 29 de diciembre de 2010	Capital desembolsado a partir del 29 de diciembre de 2010	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2009	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2009
	%	€	€	€	€
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	51.501.030	39.944.364	39.944.364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134.927.820	93.131.154	72.232.820	72.232.820
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	69,7915	7.510.020.722	5.183.637.388	4.020.445.722	4.020.445.722
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	0,8686	93.467.027	3.505.014	50.037.027	3.502.592
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	5.839.806	83.368.162	5.835.771
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	5.986.285	85.459.278	5.982.149
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	722.309	10.311.568	721.810
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	1.144.799	16.342.971	1.144.008
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	1.717.400	24.517.337	1.716.214
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	5.591.235	79.819.600	5.587.372
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	19.754.137	282.006.978	19.740.488
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	9.944.860	141.971.278	9.937.989
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	9.112.389	130.087.053	9.106.094
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	58.580.454	836.285.431	58.539.980
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	30,2085	3.250.631.681	121.898.688	1.740.206.681	121.814.468
Total	100,0000	10.760.652.403	5.305.536.076	5.760.652.403	4.142.260.189

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

18 ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

18.1 ENTRADA DE ESTONIA EN LA ZONA DEL EURO

De conformidad con lo dispuesto en la Decisión 2010/416/UE del Consejo, de 13 de julio de 2010, adoptada de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 140 del Tratado, Estonia adoptó la moneda única el 1 de enero de 2011. A tenor del artículo 48.1 de los Estatutos del SEBC y de lo dispuesto en los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 13 y el 31 de diciembre de 2010¹⁸, el 1 de enero de 2011 Eesti Pank desembolsó 12.572.592 euros, en relación a su suscripción del capital del BCE. En esta cantidad se ha tenido en cuenta el

aumento de capital del BCE con efectos a partir del 29 de diciembre de 2010, considerando asimismo el importe hasta el que se ha desembolsado el capital adicional (véase la nota 17, «Capital y reservas»). En virtud de lo establecido en los artículos 48.1 y 30.1 de los Estatutos del SEBC, Eesti Pank transfirió al BCE activos exteriores de reserva por un importe equivalente a 145.853.597 euros con efectos a partir del 1 de enero de 2011. Estos activos comprenden cantidades en yenes japoneses en efectivo, valores y oro, en proporciones de 85 y 15, respectivamente.

Como contrapartida, Eesti Pank recibió activos por un importe equivalente al capital

¹⁸ Decisión BCE/2010/26, de 13 de diciembre de 2010 sobre la ampliación del capital del Banco Central Europeo, DO L 11 de 15.1.2011, p. 53; Decisión BCE/2010/34 de 31 de diciembre de 2010 relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Eesti Pank, DO L 11 de 15.1.2011, p. 58; Acuerdo de 31 de diciembre de 2010 entre el Eesti Pank y el Banco Central Europeo relativo al activo acreditado al Eesti Pank por el Banco Central Europeo conforme a lo dispuesto en el artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO C 12 de 15.1.2011, p. 6.

desembolsado y los activos exteriores transferidos. Estos activos serán tratados de la misma manera que los actuales activos del resto de los BCN pertenecientes a la zona del euro (véase la nota 13.1, «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera»).

18.2 ADMINISTRACIÓN DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA Y DE LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

El BCE desempeña un papel operativo en la administración de los dos mecanismos de financiación relacionados con la estabilidad financiera europea creados en 2010 por el Consejo de la UE y los Estados miembros de la UE.

A tenor de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 122 y en el apartado 1 del artículo 132 de Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y en los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC, así como en el artículo 8 del Reglamento (UE) nº 407/2010 del Consejo, el BCE es responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamos realizadas por la UE en el contexto del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera. En el marco de este mecanismo, a 22 de febrero de 2011 estaban pendientes de cobro préstamos concedidos a Irlanda por valor de 5 mm de euros.

De acuerdo con lo establecido en los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC (conjuntamente con el apartado 5 del artículo 3 del Acuerdo Marco entre la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) y los Estados miembros cuya moneda es el euro), el BCE es responsable de la administración de los préstamos concedidos por la EFSF a los Estados miembros cuya moneda es el euro. En el marco de este mecanismo, a 22 de febrero de 2011 estaban pendientes de cobro préstamos concedidos a Irlanda por valor de 4,2 mm de euros.

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

19 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE tiene un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2010, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 1,5 mm de euros, frente a 2,1 mm de euros en 2009.

En 2010, como parte de la gestión de las reservas exteriores del BCE, un agente seleccionado realizó operaciones de préstamo de valores denominados en dólares estadounidenses por cuenta del BCE con contrapartes autorizadas. A 31 de diciembre de 2010 no había operaciones vivas.

20 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

Los futuros sobre tipos de interés se utilizan en la gestión de las reservas exteriores y los fondos propios del BCE. A 31 de diciembre de 2010 estaban vivas las siguientes transacciones:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	2010 Valor contractual €	2009 Valor contractual €	Diferencia €
Compras	458.539.141	541.523.368	(82.984.227)
Ventas	1.251.682.536	2.706.847.703	(1.455.165.167)

Futuros sobre tipos de interés en euros	2010 Valor contractual €	2009 Valor contractual €	Diferencia €
Compras	0	25.000.000	(25.000.000)
Ventas	0	379.000.000	(379.000.000)

21 SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

A 31 de diciembre de 2010 existían operaciones *swap* de tipos de interés no vencidas por un valor contractual de 742,4 millones de euros (724,4 millones de euros en 2009). Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

22 OPERACIONES A PLAZO CON VALORES

A 31 de diciembre de 2010 seguía viva una operación de compra a plazo con valores con un importe de 92 millones de euros. Esta operación se realizó en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

23 SWAPS DE DIVISAS Y OPERACIONES A PLAZO EN DIVISAS

GESTIÓN DE RESERVAS EXTERIORES

En el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE, a 31 de diciembre de 2010, estaban vivos los siguientes *swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»):

Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas	2010 €	2009 €	Diferencia €
Activos	1.697.483.530	1.017.926.290	679.557.240
Pasivo	1.740.464.038	1.008.562.032	731.902.006

OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

A 31 de diciembre de 2010, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con la Reserva Federal, originados en relación con la liquidez suministrada en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 11, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

24 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 141.2 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en los artículos 17, 21.2, 43.1 y 46.1 de los Estatutos del SEBC y en el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, en su versión modificada por el Reglamento (CE) n° 431/2009 del Consejo, de 18 de mayo de 2009, el BCE sigue siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la UE en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. En el ámbito de este mecanismo, a 31 de diciembre de 2010 estaban vivos préstamos por valor de 12,1 mm de euros concedidos por la UE a Hungría, Letonia y Rumanía.

En el contexto del acuerdo para la facilidad de préstamo entre los Estados miembros cuya moneda es el euro¹⁹ y Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁰, como prestamistas, la República Helénica, como prestatario, y Bank of Greece, como el agente del prestatario, y de conformidad con los artículos 17 y 21.2 de los Estatutos del SEBC, y con el artículo 2 de la Decisión BCE/2010/4²¹, el BCE es responsable del procesamiento de todos los pagos relacionados por cuenta de los prestatarios y el prestamista. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2010 estaban vivos préstamos bilaterales mancomunados a la República Helénica por valor de 21 mm de euros.

19 Distintos de la República Helénica y la República Federal de Alemania.

20 Actuando en el interés público, sin perjuicio de las instrucciones de la República Federal de Alemania y con el beneficio de su garantía.

21 Decisión del BCE, de 10 de mayo de 2010, relativa a la gestión de los préstamos bilaterales mancomunados a la República Helénica y por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7, DO L 119, de 13.5.2010, p.24.

25 PROCEDIMIENTOS JUDICIALES PENDIENTES

Document Security Systems Inc. (DSSI) interpuso una reclamación por daños y perjuicios contra el BCE ante el Tribunal de Primera Instancia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TPI)²² alegando que, en la fabricación de billetes en euros, el BCE ha infringido una patente de DSSI²³. El TPI desestimó la reclamación por daños y perjuicios interpuesta contra el BCE²⁴. El BCE ha iniciado acciones judiciales para revocar esta patente en diversas jurisdicciones y ya ha logrado revocarla en algunas. Asimismo, el BCE tiene el firme convencimiento de que no ha infringido en modo alguno dicha patente y, en consecuencia, contestará a las demandas por infracción presentadas por DSSI ante cualquier juzgado nacional.

Como consecuencia de la decisión del TPI de desestimar la reclamación por daños y perjuicios interpuesta por DSSI contra el BCE y del resultado favorable de los procesos interpuestos hasta la fecha por el BCE en determinadas jurisdicciones nacionales solicitando la revocación de porciones nacionales de la patente de DSSI, el BCE estima que la posibilidad de tener que pagar a DSSI es muy lejana. El BCE sigue muy de cerca el desarrollo de los procesos.

22 Tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa el 1 de diciembre de 2009, el Tribunal de Primera Instancia ha pasado a denominarse Tribunal General.

23 Patente europea n.º 0455 750 B1 de DSSI.

24 Auto del Tribunal de Primera Instancia de 5 de septiembre de 2007, asunto T-295/05. Disponible en www.curia.europa.eu.

NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

26 INGRESOS NETOS POR INTERESES

26.1 INGRESOS POR INTERESES DE ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos exteriores de reserva netos del BCE, de la siguiente forma:

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	1.328.753	1.333.874	(5.121)
Ingresos por intereses de depósitos en el mercado monetario	15.865.666	17.682.787	(1.817.121)
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	2.712.798	1.524.055	1.188.743
Ingresos por intereses de valores	335.790.909	663.881.906	(328.090.997)
Ingresos netos por intereses de los swaps de tipos de interés	4.611.662	7.374.057	(2.762.395)
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	6.523.343	9.519.685	(2.996.342)
Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	366.833.131	701.316.364	(334.483.233)
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(8.795)	(219.800)	211.005
Gastos netos por intereses de las cesiones temporales	(644.858)	(880.287)	235.429
Ingresos netos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	366.179.478	700.216.277	(334.036.799)

En 2010 el descenso general de los ingresos netos por intereses se debió principalmente a la bajada de los ingresos netos por intereses recibidos en la cartera en dólares estadounidenses.

26.2 INGRESOS POR INTERESES DERIVADOS DE LA ASIGNACIÓN DE LOS BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota del 8% que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros (ver «Billetes

en circulación» en el apartado sobre normativa contable). Los intereses sobre estos activos del BCE relativos a su cuota de participación en los billetes se calculan aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. El descenso de los ingresos en 2010 refleja principalmente el hecho de que, en promedio, los tipos de las operaciones principales de financiación fueron más bajos que en 2009.

26.3 REMUNERACIÓN DE ACTIVOS DE BCN EN RELACIÓN CON RESERVAS EXTERIORES TRANSFERIDAS

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC figura en este apartado.

26.4 OTROS INGRESOS POR INTERESES Y OTROS GASTOS POR INTERESES

Estas rúbricas comprenden ingresos por intereses por valor de 3,8 mm de euros (4,0 mm de euros en 2009) y gastos por valor de 3,9 mm de euros (3,7 mm de euros en 2009) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET2 (véanse las notas 13.2 «Otros activos/(pasivos) intra-Eurosistema (neto)» y 11 «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro» en el apartado sobre normativa contable).

En estas partidas también se consignan ingresos netos de 140,4 millones de euros y 438,0 mm de euros procedentes de los valores adquiridos por el BCE en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados y del Programa para los Mercados de Valores, respectivamente. En estas partidas también se consignan ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos denominados en euros, así como ingresos por intereses y gastos por intereses derivados de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos.

27 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras en el 2010 fueron las siguientes:

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Ganancias/(Pérdidas) netas realizadas por precio de los valores futuros sobre tipos de interés y <i>swaps</i> de tipos de interés	460.588.711	563.594.643	(103.005.932)
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	13.724.616	539.002.475	(525.277.859)
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	474.313.327	1.102.597.118	(628.283.791)

En 2010 se incluyeron en este apartado las ganancias netas realizadas por precio de la venta de valores y las ganancias netas realizadas por tipo de cambio procedentes de las ventas de divisas.

En 2009 el incremento de las ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro se debió principalmente a la venta de 1.141.248 onzas de oro fino efectuada de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales. En 2010 no se efectuaron estas ventas.

28 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(184.247.603)	(34.163.743)	(150.083.860)
Pérdidas no realizadas por precio de los <i>swaps</i> de tipos de interés	(10.963.861)	(3.774.314)	(7.189.547)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(1.973)	(1.592)	(381)
Total	(195.213.437)	(37.939.649)	(157.273.788)

En 2010, este gasto se debió principalmente a las minusvalías experimentadas por determinados valores con respecto a su precio de adquisición, mostrados en el balance a su precio de mercado a 30 de diciembre de 2010.

29 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2010 €	2009 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	110.661	679.416	(568.755)
Gastos por honorarios y comisiones	(1.519.678)	(695.426)	(824.252)
Gastos netos por honorarios y comisiones	(1.409.017)	(16.010)	(1.393.007)

En 2010, los ingresos de este apartado recogen las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos se deben a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre tipos de interés (véase la nota 20, «Futuros sobre tipos de interés»).

30 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Los dividendos recibidos por las acciones del Banco de Pagos Internacionales del BCE (véase la nota 7.2 «Otros activos financieros») figuran en este apartado.

31 OTROS INGRESOS

Los otros ingresos obtenidos durante el ejercicio proceden principalmente de las aportaciones devengadas por los BCN de la zona del euro en relación con los costes incurridos por el BCE en un importante proyecto de infraestructura de mercado.

32 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales, primas de seguros y gastos diversos para los empleados por importe de 167,7 millones de euros (158,6 millones en 2009). Esta partida también incluye el importe de 28,8 millones de euros (28,7 millones de euros en 2009) correspondiente al Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo (véase la nota 14.3, «Otros pasivos»). Los gastos de personal por un importe de 1,3 millones de euros (1,2 millones en 2009) relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE se han capitalizado y excluido de esta partida.

La estructura de salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo de la Unión Europea, y es comparable con este último.

Los miembros del Comité Ejecutivo reciben un salario base y prestaciones adicionales por residencia y representación. El Presidente dispone de una residencia oficial propiedad del BCE en lugar de la prestación por residencia. De acuerdo con lo dispuesto en las Condiciones de Contratación del Personal del Banco Central Europeo, los miembros del Comité Ejecutivo tienen derecho a prestaciones por residencia, hijos y educación, en función de sus circunstancias individuales. Los salarios están sujetos a tributación a la Unión Europea y a deducciones en relación con las aportaciones al Plan de pensiones y a los seguros médico y de accidentes. Las prestaciones sociales no están sujetas a tributación y no computan a efecto de pensiones.

	2010 €	2009 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	367.863	360.612
Lucas D. Papademos (Vicepresidente hasta mayo de 2010)	131.370	309.096
Vitor Constâncio (Vicepresidente desde junio de 2010)	183.918	-
Gertrude Tumpel-Gugerell (Miembro del Comité Ejecutivo)	262.728	257.568
José Manuel González-Páramo (Miembro del Comité Ejecutivo)	262.728	257.568
Lorenzo Bini Smaghi (Miembro del Comité Ejecutivo)	262.728	257.568
Jürgen Stark (Miembro del Comité Ejecutivo)	262.728	257.568
Total	1.734.063	1.699.980

Los salarios abonados a los miembros del Comité Ejecutivo durante 2010 fueron:

Las prestaciones sociales abonadas a los miembros del Comité Ejecutivo y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidentes ascendieron a un total de 660.731 euros (614.879 euros en 2009), lo que resulta en unos emolumentos totales de 2.394.794 euros (2.314.859 euros en 2009).

Los pagos transitorios se realizan a antiguos miembros del Comité Ejecutivo cuando cesan en sus cargos durante un período limitado. En 2010 estos pagos y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidentes de antiguos miembros ascendieron a 34.868 euros, mientras que en 2009 no se hicieron pagos por este concepto. Las pensiones, incluidas las prestaciones asociadas, abonadas a antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios y las aportaciones a los seguros médico y de accidentes ascendieron a 354.349 euros (348.410 euros en 2009).

Al final de 2010, el BCE tenía el equivalente a 1.607 empleados a tiempo completo²⁵, de los que 156 ocupaban cargos directivos. La variación a lo largo de 2010 fue como sigue:

	2010	2009
Total de empleados a 1 de enero	1.563	1.536
Nuevos empleados/Cambio de la naturaleza del contrato	328	320
Bajas/Finalización de contrato	(302)	(283)
Descenso/Incremento neto debido a cambios de los patrones de trabajo a tiempo parcial	18	(10)
Total de empleados a 31 de diciembre	1.607	1.563
Cifra media de empleados	1.565	1.530

33 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Este epígrafe incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

34 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Estos gastos se deben principalmente a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre los BCN. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

²⁵ No se incluyen los empleados con permisos no retribuidos. En esta cifra se incluyen los empleados con contratos indefinidos o temporales y los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluye a los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-2367
Fax: +49 69 9585-911042

23 February 2011

Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2010, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2010, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 23 February 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roenbergh
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton
ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

**Este documento, facilitado por el BCE, es una traducción no oficial del informe de auditoría del BCE.
En caso de discrepancia, prevalece la versión en lengua inglesa firmada por PWC.**

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo
Fráncfort del Meno

23 de febrero de 2011

Informe del auditor externo

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2010, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2010 y un resumen de la normativa contable relevante y de otras notas explicativas (las «cuentas anuales»).

La responsabilidad del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo respecto a las cuentas anuales

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y presentación imparcial de estas cuentas anuales con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno y recogidos en la Decisión BCE/2010/21 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo, y de todas las medidas de control interno que el Comité Ejecutivo estime necesarias a fin de posibilitar la preparación de cuentas anuales que no contengan errores sustanciales, debidos a fraude o error.

La responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estas cuentas anuales basada en nuestra auditoría, que hemos realizado de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas, hemos de aplicar criterios éticos y planificar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales.

Una auditoría incluye la aplicación de procedimientos con el fin de obtener evidencia de auditoría relativa a los importes e información contenidos en las cuentas. Los procedimientos elegidos, entre ellos, la valoración de los riesgos de existencia de errores sustanciales en las cuentas, debidos a fraude o error, dependen del criterio del auditor. Para dicha evaluación, el auditor toma en consideración el control interno de la preparación y la presentación imparcial de las cuentas anuales, a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con el objetivo de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la idoneidad de las normas contables utilizadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables realizadas por el Comité Ejecutivo, además de la evaluación de la presentación general de las cuentas anuales.

Consideramos que los datos que hemos obtenido son suficientes y apropiados para constituir el fundamento de nuestra opinión.

Opinión

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen la imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2010 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2010, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en la Decisión BCE/2010/21 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo.

Fráncfort del Meno, 23 de febrero de 2011

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/ ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE de 2010.

INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN Y SUS TENENCIAS DE VALORES ADQUIRIDOS EN EL MARCO DEL PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES DEL EUROSISTEMA

Respecto a 2009, el total de los ingresos por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación, que ascendió a 787 millones de euros, se distribuyó a los BCN de la zona del euro el 5 de enero de 2010, proporcionalmente a sus acciones desembolsadas en el capital suscrito del BCE. En lo que se refiere a 2010, conforme a una decisión del Consejo de Gobierno, el total de los ingresos generados por la cuota de los billetes en euros en circulación que le corresponde al BCE y de los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que ascendían a 654 millones de euros y 438 millones de euros, respectivamente, fue transferido a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. Por consiguiente, no se realizó ninguna distribución provisional de beneficios.

DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/COBERTURA DE PÉRDIDAS

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- (a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital; y
- (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente, en proporción a y hasta los importes asignados a los BCN con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC¹.

El 3 de marzo de 2011, el Consejo de Gobierno decidió no realizar ninguna transferencia al fondo de reserva general y distribuir el beneficio correspondiente a 2010, que ascendía a 171 millones de euros, a los BCN de la zona del euro proporcionalmente al capital desembolsado por cada uno de ellos.

Los BCN que no forman parte de la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

	2010 €	2009 €
Beneficio del ejercicio	170.831.395	2.253.186.104
Distribución provisional de los ingresos obtenidos por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación y por los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores ¹⁾	(0)	(787.157.441)
Beneficio del ejercicio tras la distribución de los ingresos obtenidos por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación y por los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores	170.831.395	1.466.028.663
Distribución de beneficios a los BCN	(170.831.395)	(1.466.028.663)
Total	0	0

1) El Programa para los Mercados de Valores se creó en mayo de 2010.

¹ El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC establece que la suma de los ingresos monetarios de los BCN se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

6 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2010

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2010 ¹	31 DE DICIEMBRE DE 2009
1 Oro y derechos en oro	367.402	266.919
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	224.001	195.479
2.1 Activos frente al FMI	71.319	62.799
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	152.681	132.680
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	26.940	32.151
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	22.603	15.193
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	22.603	15.193
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	546.747	749.890
5.1 Operaciones principales de financiación	227.865	79.277
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	298.217	669.297
5.3 Operaciones temporales de ajuste	20.623	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	25	1.289
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	17	27
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	45.655	26.282
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	457.415	328.652
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria	134.829	28.782
7.2 Otros valores	322.586	299.870
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	34.954	36.171
9 Otros activos	276.493	252.288
Total activo	2.002.210	1.903.024

Los totales o subtotales pueden no coincidir debido al redondeo.

¹ Las cifras consolidadas a 31 de diciembre de 2010 también incluyen el Národná banka Slovenska, que es miembro del Eurosistema desde el 1 de enero de 2010.

PASIVO

31 DE DICIEMBRE 31 DE DICIEMBRE
2010 2009

1 Billetes en circulación	839.702	806.522
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	378.008	395.614
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	212.739	233.490
2.2 Facilidad de depósito	104.458	162.117
2.3 Depósitos a plazo	60.784	0
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	27	6
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	2.808	340
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	79.792	129.730
5.1 Administraciones Públicas	71.685	120.495
5.2 Otros pasivos	8.107	9.235
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	47.703	46.769
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.995	4.032
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	14.346	9.616
8.1 Depósitos y otros pasivos	14.346	9.616
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	54.480	51.249
10 Otros pasivos	172.388	164.082
11 Cuentas de revalorización	331.510	220.101
12 Capital y reservas	79.479	74.969
Total pasivo	2.002.210	1.903.024

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en 2010 y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de la Unión Europea pueden obtenerse ejemplares del

Diario Oficial. En la sección «marco jurídico» de la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2010/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2010, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 63, 12.3.2010, p. 22
BCE/2010/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de abril de 2010, sobre TARGET2-Securities	DO L 118, 12.5.2010, p. 65
BCE/2010/3	Decisión del Banco Central Europeo, de 6 de mayo de 2010, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado griego	DO L 117, 11.5.2010, p. 102
BCE/2010/4	Decisión del Banco Central Europeo, de 10 de mayo de 2010, relativa a la gestión de los préstamos bilaterales mancomunados a la República Helénica y por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7	DO L 119, 13.5.2010, p. 24
BCE/2010/5	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de mayo de 2010, por la que se crea el programa para mercados de valores	DO L 124, 20.5.2010, p. 8
BCE/2010/6	Recomendación del Banco Central Europeo, de 1 de julio de 2010, al Consejo de la Unión Europea, sobre el auditor externo del Národná banka Slovenska	DO C 184, 8.7.2010, p. 1
BCE/2010/7	Reglamento del Banco Central Europeo, de 23 de julio de 2010, por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18, sobre las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras	DO L 196, 28.7.2010, p. 23
BCE/2010/8	Decisión del Banco Central Europeo, de 27 de julio de 2010, que modifica la Decisión BCE/2007/5 por la que se establece su Reglamento de adquisiciones	DO L 238, 9.9.2010, p. 14
BCE/2010/9	Decisión del Banco Central Europeo, de 29 de julio de 2010, sobre el acceso a ciertos datos de TARGET2 y su utilización	DO L 211, 12.8.2010, p. 45
BCE/2010/10	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de agosto de 2010, sobre el incumplimiento de las obligaciones de información estadística	DO L 226, 28.8.2010, p. 48

Número	Título	Publicación
BCE/2010/11	Recomendación del Banco Central Europeo de 23 de agosto de 2010 al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo de la Banca d'Italia	DO C 233, 28.8.2010, p. 1
BCE/2010/12	Orientación del Banco Central Europeo, de 15 de septiembre de 2010, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/2 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)	DO L 261, 5.10.2010, p. 6
BCE/2010/13	Orientación del Banco Central Europeo, de 16 de septiembre de 2010, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 267, 9.10.2010, p. 21
BCE/2010/14	Decisión del Banco Central Europeo, de 16 de septiembre de 2010, sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación	DO L 267, 9.10.2010, p. 1
BCE/2010/15	Decisión del Banco Central Europeo, de 21 de septiembre de 2010, sobre la administración de los préstamos de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera a Estados miembros cuya moneda es el euro	DO L 253, 28.9.2010, p. 58
BCE/2010/16	Recomendación del Banco Central Europeo, de 8 de octubre de 2010, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Eesti Pank	DO C 282, 19.10.2010, p. 1
BCE/2010/17	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de octubre de 2010, relativa a la gestión de las operaciones de empréstito y préstamo concluidas por la Unión con arreglo al mecanismo europeo de estabilización financiera	DO L 275, 20.10.2010, p. 10
BCE/2010/18	Decisión del Banco Central Europeo, de 26 de octubre de 2010, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Estonia	DO L 285, 30.10.2010, p. 37
BCE/2010/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 2 de noviembre de 2010, por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7 relativa a las condiciones de TARGET2-ECB	DO L 290, 6.11.2010, p. 53
BCE/2010/20	Orientación del Banco Central Europeo, de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (refundición)	DO L 35, 9.2.2011, p. 31
BCE/2010/21	Decisión del Banco Central Europeo, de 11 de noviembre de 2010, sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo (refundición)	DO L 35, 9.2.2011, p. 1

Número	Título	Publicación
BCE/2010/22	Decisión del Banco Central Europeo, de 25 de noviembre de 2010, sobre el procedimiento de acreditación de calidad para fabricantes de billetes en euros	DO L 330, 15.12.2010, p. 14
BCE/2010/23	Decisión del Banco Central Europeo, de 25 de noviembre de 2010, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (refundición)	DO L 35, 9.2.2011, p. 17
BCE/2010/24	Decisión del Banco Central Europeo, de 25 de noviembre de 2010, sobre la distribución provisional de los ingresos del BCE procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores	DO L 6, 11.1.2011, p. 35
BCE/2010/25	Decisión del Banco Central Europeo, de 29 de noviembre de 2010, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2011	DO L 318, 4.12.2010, p. 52
BCE/2010/26	Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre la ampliación del capital del BCE	DO L 11, 15.1.2011, p. 53
BCE/2010/27	Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso de la ampliación del capital del BCE por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro	DO L 11, 15.1.2011, p. 54
BCE/2010/28	Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso del capital del BCE por los bancos centrales nacionales no pertenecientes a la zona del euro	DO L 11, 15.1.2011, p. 56
BCE/2010/29	Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (refundición)	DO L 35, 9.2.2011, p. 26
BCE/2010/30	Orientación del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 336, 21.12.2010, p. 63
BCE/2010/31	Decisión del Banco Central Europeo, de 20 de diciembre de 2010, sobre la apertura de cuentas para procesar pagos relacionados con préstamos de la EFSF a Estados miembros cuya moneda es el euro	DO L 10, 14.1.2011, p. 7

Número	Título	Publicación
BCE/2010/32	Decisión del Banco Central Europeo, de 22 de diciembre de 2010, por la que se modifica la Decisión BCE/2009/25 sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2010	DO L 343, 29.12.2010, p. 78
BCE/2010/33	Decisión del Banco Central Europeo, de 27 de diciembre de 2010, relativa a la transmisión de datos confidenciales de conformidad con el marco común para los registros de empresas utilizados con fines estadísticos	DO L 6, 11.1.2011, p. 37
BCE/2010/34	Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2010, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Eesti Pank	DO L 11, 15.1.2011, p. 58

DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes adoptados por el BCE en 2010 y principios de 2011 de conformidad con el apartado 4 del artículo 127 y el apartado 5 del artículo 282 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC. En la sección «marco jurídico» de la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los dictámenes adoptados por el BCE desde su creación.

(a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas

Número ¹	Origen	Asunto	Publicación
CON/2010/5	Consejo	Tres propuestas de reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo por los que se crean, respectivamente, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados	DO C 13, 20.1.2010, p. 1
CON/2010/6	Consejo	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2004/109/CE	DO C 19, 26.1.2010, p. 1
CON/2010/19	Consejo Europeo	Recomendación del Consejo sobre el nombramiento del vicepresidente del BCE	DO C 58, 10.3.2010, p. 3
CON/2010/23	Consejo	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados	DO C 87, 1.4.2010, p. 1
CON/2010/28	Consejo	Propuesta de reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 479/2009 en lo tocante a la calidad de los datos estadísticos en el contexto del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo	DO C 103, 22.4.2010, p. 1
CON/2010/52	Consejo	Propuesta de reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 974/98 en lo que se refiere a la introducción del euro en Estonia, y propuesta de reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 en lo que se refiere al tipo de conversión al euro para Estonia	DO C 190, 14.7.2010, p. 1

¹ Las consultas se enumeran en el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

Número ¹	Origen	Asunto	Publicación
CON/2010/65	Iniciativa propia	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas	DO C 223, 18.8.2010, p. 1
CON/2010/67	Comisión Europea	Reglamento de la Comisión por el que se establecen disposiciones de aplicación del Reglamento (CE) nº 2494/95 del Consejo en lo que respecta a las normas mínimas de calidad de las ponderaciones del IPCA y se deroga el Reglamento (CE) nº 2454/97 de la Comisión	DO C 252, 18.9.2010, p. 1
CON/2010/72	Parlamento Europeo y Consejo	Dos propuestas de reglamentos relativos al transporte profesional transfronterizo por carretera de fondos en euros entre los Estados miembros de la zona del euro	DO C 278, 15.10.2010, p. 1
CON/2010/82	Consejo	Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia	DO C 337, 14.12.2010, p. 1
CON/2011/1	Consejo	Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registro de operaciones	DO C 57, 23.2.2011, p. 1
CON/2011/6	Consejo	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE y 2006/48/CE en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero	DO C 62, 26.2.2011, p. 1
CON/2011/8	Consejo	Recomendación de decisión del Consejo sobre las modalidades de renegociación del convenio monetario con el Principado de Mónaco	DO C 60, 25.2.2011, p. 1

Número¹	Origen	Asunto	Publicación
CON/2011/12	Consejo	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los sistemas de garantía de depósitos (refundición) y propuesta de directiva por la que se modifica la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los sistemas de indemnización de inversores	No publicado aún en el <i>Diario Oficial de la Unión Europea</i>
CON/2011/13	Consejo	Reforma de la gobernanza económica en la Unión Europea	No publicado aún en el <i>Diario Oficial de la Unión Europea</i>

(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros²

Número ³	Origen	Materia
CON/2010/1	Hungría	Reproducción de billetes y monedas de euro y forint
CON/2010/2	Estonia	Nuevo régimen jurídico de elaboración de estadísticas nacionales
CON/2010/3	Francia	Ciertas medidas de regulación bancaria y financiera
CON/2010/4	Francia	Fusión de las autoridades encargadas de autorizar y supervisar la actividad de banca y seguros
CON/2010/7	Bélgica	Medidas de recuperación aplicables a las empresas del sector bancario y financiero, supervisión del sector financiero y servicios financieros, y estatutos del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2010/8	Grecia	Reestructuración de la deuda de empresas y profesionales con entidades de crédito y tratamiento de los datos de la agencia de solvencia crediticia
CON/2010/9	Finlandia	Concentración de bancos comerciales
CON/2010/10	Hungría	Funciones del Magyar Nemzeti Bank, estructura y régimen jurídico de la Autoridad de supervisión financiera de Hungría, y creación del Consejo de estabilidad financiera
CON/2010/11	Suecia	Segunda prórroga del plan estatal de recapitalizaciones
CON/2010/12	Rumanía	Procedimiento especial de administración de entidades de crédito en dificultades iniciado por el Banca Națională a României
CON/2010/13	Hungría	Funciones del Magyar Nemzeti Bank derivadas de la adhesión de Hungría al Fondo Monetario Internacional
CON/2010/14	Polonia	Medidas de apoyo del crédito bancario a las empresas
CON/2010/15	Irlanda	acuerdo bilateral de obtención de préstamos entre Irlanda y el Fondo Monetario Internacional
CON/2010/16	Estonia	Preparativos para introducir el euro
CON/2010/17	Grecia	Creación del Sistema Estadístico Heleno y una autoridad estadística independiente
CON/2010/18	Letonia	Introducción de una facilidad de depósito a siete días

2 En diciembre de 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a solicitud de las autoridades nacionales se publicaran, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

3 Las consultas se enumeran en el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

Número ³	Origen	Materia
CON/2010/20	Estonia	Reforma de la ley y los estatutos del Eesti Pank
CON/2010/21	Grecia	Reforma de la normativa relativa al aumento de la liquidez de la economía en respuesta a los efectos de la crisis financiera internacional
CON/2010/22	Austria	Contribución de Austria al Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza creado por el FMI
CON/2010/24	Dinamarca	Modificación de la Ley del Danmarks Nationalbank en cuanto a su habilitación para recopilar información para elaborar estadísticas
CON/2010/25	Bulgaria	Independencia y confidencialidad y prohibición de financiación monetaria
CON/2010/26	Finlandia	Proyecto de ley de inversión de capital estatal en la banca comercial
CON/2010/27	Eslovenia	Aplicación al Banka Slovenije y a sus órganos rectores del nuevo régimen jurídico sobre integridad y prevención de la corrupción
CON/2010/29	Suecia	Prórroga del otorgamiento de avales del Estado a bancos y otras entidades
CON/2010/30	Irlanda	Reestructuración del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/31	Hungría	Reforma de la Ley de entidades de crédito y financieras destinada a introducir otras medidas estabilizadoras de los mercados financieros
CON/2010/32	Polonia	Modificación de las normas que rigen la provisión por riesgo de tipo de cambio del Narodowy Bank Polski
CON/2010/33	Grecia	Supervisión de seguros privados, creación de un fondo de garantía de seguros de vida privados, y otras disposiciones
CON/2010/34	Grecia	Medidas relativas a la deuda de particulares muy endeudados
CON/2010/35	Estonia	Otras medidas de estabilización financiera de Estonia
CON/2010/36	Grecia	Proyecto de ley por la que se restablece la equidad tributaria y se combate el fraude fiscal
CON/2010/37	Polonia	Modificación de las normas que garantizan la continuidad del cargo de presidente del Narodowy Bank Polski
CON/2010/38	Suecia	Nuevas denominaciones de monedas y billetes

Número ³	Origen	Materia
CON/2010/39	Chipre	Cesión de los derechos y deberes relativos a la emisión, distribución y amortización de deuda pública
CON/2010/40	Austria	Préstamo bilateral entre el Fondo Monetario Internacional y el Oesterreichische Nationalbank
CON/2010/41	Alemania	Regímenes retributivos de entidades financieras y empresas de seguro
CON/2010/42	Lituania	Situación jurídica de los bienes del Lietuvos bankas, mandatos y retribuciones de los miembros de su Consejo, inmunidad de ejecución de las reservas exteriores de bancos centrales extranjeros, y estados financieros anuales del Lietuvos bankas
CON/2010/43	Bulgaria	Estadísticas, movimientos transfronterizos de efectivo y competencias del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)
CON/2010/44	Francia	Ciertas disposiciones relativas a la Banque de France
CON/2010/45	Dinamarca	Modificaciones del régimen de estabilidad financiera
CON/2010/46	Eslovenia	Modificación de varias disposiciones de la Ley bancaria
CON/2010/47	Alemania	Reforma de la Ley de bonos garantizados (<i>Pfandbriefe</i>)
CON/2010/48	Irlanda	Reestructuración del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CON/2010/49	Suecia	Facultad del Sveriges Riksbank de recopilar información de emisores de valores suecos
CON/2010/50	Suecia	Otorgamiento de avales del Estado a bancos y otras entidades y prórroga del plan estatal de recapitalización
CON/2010/51	Rumanía	Retribuciones del personal de la Banca Națională a României
CON/2010/53	Alemania	Restricciones a las ventas en descubierto
CON/2010/54	Grecia	Creación del Fondo de Estabilidad Financiera
CON/2010/55	Eslovenia	Suministro de información y otras obligaciones del Banka Slovenije como proveedor de servicios de pago para usuarios del presupuesto
CON/2010/56	Hungría	Reforma de la Ley del Magyar Nemzeti Bank que introduce recortes salariales
CON/2010/57	Austria	Transferencia de funciones de supervisión prudencial a la Autoridad para los Mercados Financieros de Austria

Número ³	Origen	Materia
CON/2010/58	Italia	Contención del gasto público en lo referente a la Banca d'Italia
CON/2010/59	Alemania	Carreras profesionales de los funcionarios del Deutsche Bundesbank
CON/2010/60	Estonia	Régimen de reservas mínimas
CON/2010/61	Bulgaria	Determinadas competencias del Consejo de Gobierno del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria))
CON/2010/62	Hungría	Modificaciones de diversas leyes relativas a la reducción de los desequilibrios financieros
CON/2010/63	Alemania	Normas de ejecución relativas a los sistemas de remuneración de las instituciones financieras y empresas de seguros
CON/2010/64	Polonia	Modificaciones del marco jurídico aplicable al sistema de garantía de depósitos
CON/2010/66	Rumanía	Reforma de la legislación sobre estadísticas oficiales
CON/2010/68	Hungría	Reservas mínimas para entidades de crédito
CON/2010/69	Rumanía	Otras medidas para restablecer el equilibrio presupuestario
CON/2010/70	Polonia	Reforma del marco jurídico del funcionamiento del Bank Gospodarstwa Krajowego
CON/2010/71	Irlanda	Ampliación del aval del Estado irlandés a ciertos pasivos de entidades de crédito
CON/2010/73	Chipre	Legislación que faculta a las entidades de crédito para emitir bonos garantizados
CON/2010/74	Austria	Incremento en los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos del Fondo Monetario Internacional
CON/2010/75	Irlanda	Ampliación del aval del Estado irlandés a ciertos pasivos de entidades de crédito
CON/2010/76	Hungría	Reforma de la Constitución y Ley de legislación en lo relativo a los poderes legislativos del Magyar Nemzeti Bank
CON/2010/77	Letonia	Reforma del marco de las operaciones de política monetaria para su mayor armonización con el del Eurosistema
CON/2010/78	Luxemburgo	Reforma de la legislación sobre acuerdos de garantía financiera en lo que respecta a los créditos

Número ³	Origen	Materia
CON/2010/79	Bulgaria	Restricciones de los pagos en efectivo
CON/2010/80	Portugal	Remuneración del personal del Banco de Portugal y presupuesto
CON/2010/81	Polonia	Sociedades de crédito hipotecario
CON/2010/83	Alemania	Reestructuración bancaria
CON/2010/84	Estonia	Régimen de reservas mínimas
CON/2010/85	Iniciativa propia	Ratificación o aplicación del Acuerdo relativo a los servicios de pago del correo
CON/2010/86	Rumanía	Tenencia temporal de acciones por parte de entidades de crédito en el contexto del saneamiento financiero u operaciones de rescate de empresas
CON/2010/87	Grecia	Comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y su recirculación, y sanciones por no proteger los billetes y las monedas en euros frente a la falsificación
CON/2010/88	Francia	Incremento del capital y reserva estatutaria de la Banque de France
CON/2010/89	Eslovaquia	Ciertas disposiciones nuevas sobre la circulación de efectivo
CON/2010/90	Malta	Comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y su recirculación
CON/2010/91	Hungría	Nombramiento y cese de los miembros del Consejo Monetario y remuneración de los miembros de la Junta Supervisora del Magyar Nemzeti Bank
CON/2010/92	Irlanda	Estabilización de emergencia de entidades de crédito
CON/2010/93	Suecia	Otorgamiento de avales del Estado a bancos y otras entidades y prórroga del plan estatal de recapitalización
CON/2010/94	Hungría	Autoridad de supervisión financiera de Hungría y poderes legislativos de su presidente
CON/2010/95	Polonia	Prórroga de las medidas de apoyo del Tesoro Público y recapitalización de instituciones financieras previa decisión de la Comisión Europea
CON/2011/2	Chipre	Competencia sancionadora de la Bolsa de Chipre
CON/2011/3	Eslovenia	Reforma de la Ley bancaria
CON/2011/4	Polonia	Fondos de inversión de capital fijo que emiten certificados de inversión no públicos

Número³	Origen	Materia
CON/2011/5	Bélgica	Aplicación de los principios para el desarrollo de las estructuras de supervisión financiera de Bélgica
CON/2011/7	Lituania	Reforma del régimen de las operaciones de política monetaria nacional para su mayor armonización con el del Eurosistema
CON/2011/9	Polonia	Reforma de la Constitución de Polonia en relación con la adopción del euro
CON/2011/10	Italia	Participación de Italia en los programas del Fondo Monetario Internacional en respuesta a la crisis financiera
CON/2011/11	Polonia	Inclusión de las cooperativas de crédito de Polonia en las ayudas del Tesoro Público a instituciones financieras

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo,

el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE, 8 DE OCTUBRE Y 5 DE NOVIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

3 DE DICIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 13 de abril de 2010.

14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

4 DE MARZO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ¹

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS

4 DE MARZO DE 2010

EL BCE ANUNCIA DETALLES DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN QUE SE LIQUIDARÁN HASTA EL 12 DE OCTUBRE DE 2010

Ante la evolución económica y en los mercados financieros, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido continuar con la retirada gradual de sus medidas operativas no convencionales.

Concretamente, el Consejo de Gobierno ha decidido seguir realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta el que finalice el noveno período de mantenimiento de 2010, el 12 de octubre. Este procedimiento de subasta también seguirá utilizándose en las operaciones de financiación especiales del Eurosistema con plazo de un período de mantenimiento, que continuarán llevándose a cabo mientras sea necesario y al menos hasta el noveno período de mantenimiento de 2010. El tipo fijo de estas operaciones de financiación a plazo especiales será el mismo que el aplicado en la OPF correspondiente.

Asimismo, el Consejo de Gobierno ha decidido volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) regulares a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010. Los importes de adjudicación de estas operaciones se fijarán con el objeto de asegurar unas condiciones adecuadas en los mercados monetarios y de evitar unos diferenciales significativos entre los tipos de puja y el tipo de interés de la OPF correspondiente. Para cada una de las OPF a tres meses que se realice, previamente se anunciará un importe de adjudicación orientativo al comienzo del período de mantenimiento en el que se vaya a realizar la operación. El tipo de interés aplicado en las OPF se utilizará como tipo mínimo de puja en las OFPML a tres meses. Esta es una medida técnica y transitoria para evitar que los tipos de interés de

adjudicación se sitúen por debajo del tipo de la OPF correspondiente en situaciones de liquidez abundante.

Con el fin de suavizar el efecto sobre la liquidez del vencimiento de la OFPML a doce meses que tendrá lugar el 1 de julio de 2010, el Consejo de Gobierno ha decidido realizar una operación de ajuste a seis días adicional con anuncio, adjudicación y liquidación el 1 de julio y vencimiento el 7 de julio, fecha que coincide con la fecha de liquidación de la OPF siguiente. En esta operación también se aplicará un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y el tipo fijo será el mismo que el aplicado en la OPF correspondiente.

Además, el Consejo de Gobierno ha decidido, en consonancia con su decisión sobre la OFPML a doce meses de 16 de diciembre de 2009, fijar el tipo de interés de la OFPML a seis meses que se adjudicará el 31 de marzo de 2010 en el promedio del tipo mínimo de puja de las OPF que tendrán lugar a lo largo del período de vigencia de esta operación.

10 DE MAYO DE 2010

EL BCE ANUNCIA LA ADOPCIÓN DE MEDIDAS PARA HACER FRENTE A LAS FUERTES TENSIONES REGISTRADAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

El Consejo de Gobierno ha decidido adoptar varias medidas para hacer frente a las fuertes tensiones registradas en determinados segmentos del mercado, que están dificultando el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y, en consecuencia, la aplicación efectiva de la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo. Estas medidas no afectarán a la orientación de la política monetaria.

¹ Las fechas se refieren al día de publicación del anuncio. Para más información sobre las operaciones de inyección de liquidez efectuadas por el Eurosistema en 2010, véase la sección «Open Market Operations» en la dirección del BCE en Internet.

A tenor de las excepcionales circunstancias que imperan en el mercado, el Consejo de Gobierno ha decidido:

1. Realizar intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada (Programa para los Mercados de Valores) de la zona del euro, con el fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos de mercado con un comportamiento disfuncional. El objetivo de este programa es abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. El alcance de las intervenciones será determinado por el Consejo de Gobierno. Al tomar esta decisión, se ha tenido en cuenta la declaración de los Gobiernos de la zona del euro de que «adoptarán todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios este año y los años siguientes, en consonancia con los procedimientos sobre déficit excesivo», así como los compromisos concretos adicionales adoptados por algunos Gobiernos de la zona para acelerar la consolidación fiscal y asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas. Con el fin de neutralizar el impacto de las intervenciones anteriormente indicadas, se llevarán a cabo operaciones específicas para reabsorber la liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores, lo que asegurará que la orientación de la política monetaria no resulte afectada.
2. Aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se resolverán el 26 de mayo y el 30 de junio de 2010.
3. Llevar a cabo una OFPML a seis meses con adjudicación plena el 12 de mayo de 2010, a un tipo de interés que será fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF que tendrán lugar a lo largo del período de vigencia de esta operación.

4. Reactivar, en coordinación con otros bancos centrales, las líneas *swap* temporales de provisión de liquidez con la Reserva Federal, y reanudar las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7 y a 84 días. Estas operaciones adoptarán la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE, y se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera operación tendrá lugar el 11 de mayo de 2010.

10 DE JUNIO DE 2010

EL BCE ANUNCIA DETALLES DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2010

El Consejo de Gobierno ha decidido aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OFPML regulares a tres meses que se adjudicarán el 28 de julio, el 25 de agosto y el 29 de septiembre de 2010.

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

EL BCE ANUNCIA LOS DETALLES DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN QUE SE LIQUIDARÁN ENTRE EL 17 DE OCTUBRE DE 2010 Y EL 18 DE ENERO DE 2011

El Consejo de Gobierno ha decidido seguir realizando sus OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el duodécimo período de mantenimiento de este año, el 18 de enero de 2011. Este procedimiento de subasta también seguirá utilizándose en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento, que continuarán llevándose a cabo mientras sea necesario y al menos hasta el final de 2010. El tipo fijo de estas operaciones será el mismo que el aplicado en la OPF correspondiente.

Asimismo, el Consejo de Gobierno ha decidido aplicar procedimientos de subasta

a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OFPML a tres meses que se liquidarán el 28 de octubre, el 25 de noviembre y el 23 de diciembre de 2010. Los tipos de interés de estas operaciones se fijarán en la media de los tipos de interés aplicados en las OPF a lo largo de la respectiva OFPML.

El Consejo de Gobierno también ha decidido realizar tres operaciones de ajuste adicionales al vencimiento de las operaciones de financiación a seis meses y a doce meses vivas: una operación a seis días con anuncio, adjudicación y liquidación el 30 de septiembre de 2010, una operación a seis días con anuncio, adjudicación y liquidación el 11 de noviembre de 2010, y una operación a trece días con anuncio, adjudicación y liquidación el 23 de diciembre de 2010. En estas tres operaciones también se aplicará un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y el tipo de interés será el mismo que el aplicado en la OPF correspondiente.

Además, el Consejo de Gobierno ha decidido efectuar las OFPML con vencimiento a tres meses, que se adjudicarán el 26 de enero, el 23 de febrero y el 30 de marzo de 2011 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones con vencimiento a tres meses se fijarán en el tipo de interés medio de las OPF a lo largo del período de vigencia de la OFPML respectiva.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

EL BCE ANUNCIA LOS DETALLES DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN QUE SE LIQUIDARÁN ENTRE EL 19 DE ENERO Y EL 12 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno ha decidido seguir realizando sus OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario, y, al menos, hasta el 12 de abril de 2011, fecha en que finaliza el tercer período de mantenimiento de 2011. Este procedimiento se continuará utilizando también para las operaciones de financiación a plazo especial, con un vencimiento de un período de mantenimiento, que seguirán llevándose a cabo durante el tiempo que sea necesario, y, al menos, hasta el final del primer trimestre de 2011. El tipo de interés fijo que se aplicará a estas operaciones de financiación a plazo especial será el mismo que el aplicado en la OPF correspondiente.

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN MONEDAS DISTINTAS DEL EURO Y ACUERDOS CON OTROS BANCOS CENTRALES

18 DE ENERO DE 2010

EL BCE SUSPENDE LAS OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN FRANCO SUIZOS

El Consejo de Gobierno ha decidido, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, suspender las operaciones *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos a partir del 31 de enero de 2010. Esta decisión se ha adoptado en vista de la menor demanda y de la mejora observada en las condiciones existentes en los mercados de financiación.

27 DE ENERO DE 2010

EL BCE Y OTROS BANCOS CENTRALES DECIDEN SUSPENDER LAS LÍNEAS SWAP TEMPORALES CON LA RESERVA FEDERAL

En coordinación con otros bancos centrales, el Banco Central Europeo (BCE) confirma la finalización de las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal el 1 de febrero de 2010. Estas líneas, que se establecieron para contrarrestar las presiones registradas en los mercados mundiales de financiación, ya no son necesarias, vistas las mejoras experimentadas en el funcionamiento de los mercados financieros durante el pasado año. Los bancos centrales continuarán cooperando cuando sea necesario.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, de común acuerdo con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, suspender las operaciones *swap* de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a partir del 31 de enero de 2010.

10 DE MAYO DE 2010

REACTIVACIÓN DE LAS OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES

En respuesta a la reaparición de tensiones en la financiación a corto plazo en dólares estadounidenses en los mercados europeos,

el Banco de Canadá, el Bank of England, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza anuncian el reestablecimiento de los acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) para la provisión de liquidez en dólares. Estos acuerdos tienen como objetivo ayudar a mejorar la situación de liquidez en los mercados de financiación en dólares estadounidenses y evitar la propagación de las tensiones a otros mercados y centros financieros. El Banco de Japón considerará en breve la adopción de medidas similares. En tanto que sea necesario, los bancos centrales seguirán trabajando conjuntamente de manera muy estrecha para hacer frente a las presiones en los mercados de financiación.

El Consejo de Gobierno ha decidido reactivar, en coordinación con otros bancos centrales, las líneas *swap* temporales de provisión de liquidez con la Reserva Federal y reanudar las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7 y a 84 días. Estas operaciones adoptarán la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera operación tendrá lugar el 11 de mayo de 2010.

EL BCE ANUNCIA DETALLES SOBRE LA REACTIVACIÓN DE LAS OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES

Tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno de reactivar la línea *swap* temporal de provisión de liquidez con la Reserva Federal, el BCE ha anunciado hoy los detalles operativos de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses.

Las operaciones se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena y adoptarán la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE.

El BCE ha decidido realizar:

- Operaciones a 7 días con periodicidad semanal. La primera operación se llevará a cabo el 11 de mayo de 2010, con liquidación el 12 de mayo de 2010 y vencimiento el 20 de mayo de 2010. Normalmente, las operaciones posteriores se llevarán a cabo y se resolverán los miércoles, con liquidación al siguiente día hábil.
- Una operación a 84 días que tendrá lugar el 18 de mayo de 2010, con liquidación el 20 de mayo de 2010 y vencimiento el 12 de agosto de 2010.

y continuar realizando operaciones de provisión de liquidez en dólares con vencimiento a siete días. Estas operaciones del Eurosistema seguirán llevándose a cabo mediante cesiones temporales respaldadas por activos de garantía y se realizarán como subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La próxima operación de provisión de liquidez en dólares se llevará a cabo el 22 de diciembre de 2010 y se liquidará el 23 de diciembre. Sin embargo, como caso excepcional, esta operación se realizará como operación a 14 días, para cubrir el fin de año.

17 DE DICIEMBRE DE 2010

EL BCE SUSCRIBE UN ACUERDO DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ (LINEA SWAP) CON EL BANK OF ENGLAND

En el marco de la cooperación entre bancos centrales, el BCE y el Bank of England anuncian que han suscrito un acuerdo de carácter temporal de provisión de liquidez (línea *swap*), en virtud del cual el Bank of England podría proporcionar, si fuera necesario, hasta 10 mm de libras esterlinas al BCE a cambio de euros. El acuerdo expira a finales de septiembre de 2011.

El acuerdo permite poner libras esterlinas a disposición del Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland, como medida de precaución, a fin de cubrir eventuales necesidades temporales de liquidez del sistema bancario en esa divisa.

21 DE DICIEMBRE DE 2010

PROLONGACIÓN DE LAS OPERACIONES DE PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES

El Consejo de Gobierno ha acordado, conjuntamente con el Banco de Canadá, el Bank of England, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, prolongar los acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal hasta el 1 de agosto de 2011,

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- *The international role of the euro*
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- *The payment system*

El BCE también publica folletos y material informativo sobre diversos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para recibir copia impresa de las publicaciones o realizar suscripciones gratuitamente, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu.

GLOSARIO

En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un glosario más completo y detallado.

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

Administración Central: la administración según se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, pero excluyendo las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase también **Administraciones Públicas**).

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

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): diferencia entre el saldo presupuestario de las **Administraciones Públicas** (déficit o superávit) y las variaciones de la **deuda**.

Análisis económico: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios desde la perspectiva de la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en los citados horizontes temporales. Se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía (véase, también, **análisis monetario**).

Análisis monetario: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, dada la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento de una amplia gama de indicadores monetarios, incluidos **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase, también, **análisis económico**).

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como las condonaciones de deuda).

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al **Tratado** (apartado 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 bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

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 en una fecha especificada y a un precio determinado ligeramente más alto (que refleja el tipo de interés de la operación de financiación).

Comité Económico y Financiero (CEF): comité que contribuye a preparar el trabajo del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. Entre sus tareas se incluye efectuar el 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 y el vicepresidente del BCE 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 ECOFIN: término utilizado con frecuencia para referirse al **Consejo de la Unión Europea (Consejo)** reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

Consejo Europeo: la institución de la Unión Europea 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 Unión Europea el impulso necesario para su desarrollo y define las direcciones y las prioridades políticas generales. No ejerce funciones legislativas.

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**.

Consejo de Gobierno: 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 países miembros cuya moneda es el euro.

Consejo de la Unión Europea (Consejo): institución de la Unión Europea 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 la financiación externa de las sociedades no financieras (real): coste en que incurren las sociedades no financieras cuando obtienen nuevos recursos externos. En el caso de las sociedades no financieras de la **zona del euro**, se calcula como una media ponderada del coste de obtener préstamos bancarios, del coste de los **valores distintos de acciones** y del coste de los valores de renta variable, basada en los saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración) y deflactada por las expectativas de inflación.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las **IFM** a residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (incluidos las **Administraciones Públicas** y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y **valores distintos de acciones**).

Déficit (Administraciones Públicas): necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflactor del PIB: Producto Interior Bruto (PIB) expresado en precios corrientes (PIB nominal) dividido por el PIB en volumen (PIB real). También se conoce como el deflactor de precios implícito del PIB.

Depositorio Central de Valores (DCV): entidad que i) permite que las operaciones con valores se procesen y liquiden mediante anotaciones en cuenta, ii) presta servicios de custodia (por ejemplo, la administración de las operaciones de las empresas y las amortizaciones) y iii) desempeña un papel activo en garantizar la integridad de las emisiones de valores. En un DCV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, que solo existen como anotaciones en cuenta).

Deuda (Administraciones Públicas): la deuda bruta total (efectivo y depósitos, préstamos y valores de renta fija) a su valor nominal, según saldos vivos a fin de año, y consolidada entre los sectores de **las Administraciones Públicas** y dentro de ellos.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de contrapartida central (ECC): entidad que se interpone, en uno o más mercados, entre las contrapartes de los contratos negociados, actuando de comprador frente a todos los vendedores, y de vendedor frente a todos los compradores y, por tanto, garantizando el cumplimiento de los contratos vivos.

Entidad de crédito: i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia, o ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como una 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, reduciendo con ello la posibilidad 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** 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.

Estrategia Europa 2020: la estrategia de la UE para el empleo y para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador. Se adoptó en el **Consejo Europeo** de junio de 2010. Basándose en la **estrategia de Lisboa**, pretende proporcionar un marco coherente para que los Estados miembros acometan reformas estructurales destinadas a aumentar el potencial de crecimiento y para movilizar las políticas y los instrumentos de la UE.

Estrategia de Lisboa: programa detallado de reformas estructurales encaminado a transformar la UE en «la economía basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo», que se puso en marcha en el año 2000 en el Consejo Europeo de Lisboa. Ha sido sustituida por la **Estrategia Europa 2020**.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta, facilitado por un panel de bancos, al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra y que se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

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 **Tratado** y en el Protocolo nº14. La Comisión Europea y el **Banco Central Europeo** 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 cuya moneda es el euro.

Excedente bruto de explotación: el excedente (o déficit) resultante de deducir del valor de las actividades de producción los empleos en concepto de consumos intermedios, remuneración de los asalariados e impuestos menos subvenciones a la producción, y antes de considerar tanto los ingresos y pagos por rentas originadas por operaciones de préstamo y alquileres como las generadas por la propiedad de activos financieros y de activos no producidos.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Eurosistema** durante un **período de mantenimiento** predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: **facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN. Dichos depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés): sociedad anónima constituida por los Estados miembros de la zona del euro, sobre una base intergubernamental, para conceder préstamos a los países de la zona del euro que tengan dificultades financieras. Tal ayuda financiera está sometida a condiciones estrictas respecto a los programas conjuntos de la UE y el FMI. Los préstamos de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera se financian mediante la emisión de deuda, garantizada, de forma prorrateada, hasta un total de 440 mm de euros por los países de la zona del euro.

Facilidad marginal de crédito: **facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: **instrumento** de crédito 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**.

Gobierno corporativo: normas, procedimientos y procesos con arreglo a los cuales se dirige y controla una organización. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre las distintas personas que forman parte de la organización –como el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas– y establece las normas y procedimientos para la toma de decisiones.

Índice armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Ingresos monetarios: ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del **Eurosistema**, procedentes de activos identificables de conformidad con las orientaciones establecidas por el **Consejo de Gobierno** y mantenidos frente a billetes en circulación y depósitos de las **entidades de crédito**.

Instituciones Financieras Monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluyen el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho 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**.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la **zona del euro** («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones, y **valores distintos de acciones** (bonos y obligaciones, e instrumentos del **mercado monetario**), excluidos los importes registrados en las **inversiones directas** o en los activos de reserva.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (se supone que, en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Incluye acciones y otras participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con operaciones entre empresas relacionadas.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS): órgano independiente de la UE responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. Contribuye a la prevención o mitigación de los riesgos sistémicos para la **estabilidad financiera** que se originan por circunstancias en la evolución del sistema financiero, tomando en cuenta la evolución macroeconómica, con el fin de evitar periodos de tensiones financieras generalizadas.

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 Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés): mecanismo de la UE, basado en el apartado 2 del artículo 122 del **Tratado**, que permite a la Comisión recaudar hasta 60 mm de euros a favor de la UE para concederlo en préstamo a los Estados miembros de la UE que estén atravesando, o en riesgo de atravesar, circunstancias excepcionales mas allá de su control. Los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera están sometidos a condiciones estrictas respecto a los programas conjuntos de la UE y el FMI.

Medidas no convencionales: medidas adoptadas por el BCE para apoyar la efectividad y la transmisión 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 términos más amplios.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión, habitualmente, igual o inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija a largo plazo.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

Modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC): mecanismo establecido por el **Sistema Europeo de Banco Centrales** con el objeto de que las **entidades de contrapartida** puedan utilizar los **activos de garantía** en un ámbito transfronterizo. En el MCBC, los BCN actúan como custodios unos de otros. Esto significa que cada BCN abre una cuenta de valores para cada uno de los otros BCN (y para el **Banco Central Europeo**).

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 del euro. El MTC II constituye un acuerdo multilateral con tipos centrales fijos, aunque ajustables, y un margen normal de fluctuación de $\pm 15\%$. Las decisiones relativas a los tipos 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).

Opciones: instrumentos financieros por los 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 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 primer 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 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)

Otros intermediarios financieros: sociedades y cuasisociedades, 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, son sociedades que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo, como las sociedades de arrendamiento financiero, los fondos de titulización, las sociedades holding, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros (cuando negocian por cuenta propia) y las sociedades 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 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 –el Reglamento (CE) n° 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, modificado por el Reglamento (CE) n° 1055/2005, de 27 de junio de 2005, y el Reglamento (CE) n° 1467/97, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, modificado por el Reglamento (CE) n° 1056/2005 de 27 de junio de 2005–. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se complementa con el informe del **Consejo ECOFIN**, titulado «Improving the implementation of the Stability and Growth Pact», que se adoptó en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 22 y 23 de marzo 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.

Países candidatos: países para los que la UE ha aceptado la solicitud de adhesión. Actualmente son Croacia, Islandia, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Turquía.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, **valores distintos de acciones** emitidos por las **IFM** de la **zona del euro** con plazo a la emisión superior a dos años y capital y reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que se efectúa la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 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** pública 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 la aplicación del 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**.

Producto Interior Bruto (PIB): medida de la actividad económica, en concreto, el valor de la producción total de bienes y servicios de una economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones, en un período concreto. EL PIB puede desagregarse por componentes del producto, del gasto o de los ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados: programa del BCE, creado tras la decisión del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo** de 7 de mayo de 2009, para la adquisición de bonos garantizados denominados en euros emitidos en la **zona del euro**, con el fin de proporcionar apoyo a un segmento concreto del mercado financiero que es importante para la financiación de las entidades de crédito y se vio especialmente afectado por la crisis financiera. El importe nominal de las adquisiciones que se realizaron al amparo de este programa ascendió a 60 mm de euros y estuvieron completadas para el 30 de junio de 2010.

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 mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del **Banco Central Europeo (BCE)** se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del BCE y constituyen, por tanto, uno de los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): proporción entre el **déficit** público y el **Producto Interior Bruto** a precios corrientes de mercado. Es la referencia que utiliza uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del **Tratado** para determinar la existencia de un déficit excesivo (véase asimismo **procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo**). También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal).

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): proporción entre la deuda pública y el **Producto Interior Bruto** a precios corrientes de mercado. Es la referencia que utiliza

uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Rentabilidad empresarial: medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios. Hay distintos ratios de rentabilidad empresarial basadas en los estados financieros de las empresas, como la ratio de resultado de explotación (ventas menos gastos de explotación) en relación con las ventas, la ratio de resultado neto (resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluidos impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios) en relación con las ventas, la rentabilidad del activo (que relaciona el resultado neto con los activos totales) y la rentabilidad de los recursos propios (que relaciona el resultado neto con los fondos aportados por los accionistas). A nivel macroeconómico, el **excedente bruto de explotación**, basado en las cuentas nacionales, por ejemplo, en relación con el **Producto Interior Bruto** o con el valor añadido, suele utilizarse como medida de rentabilidad.

Riesgo de crédito: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ni al vencimiento ni en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición y el riesgo de principal. También incluye el riesgo de incumplimiento de la entidad liquidadora.

Riesgo de liquidación: riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba, debido, generalmente, al incumplimiento por un participante de una o más de las obligaciones de liquidación. Este riesgo incluye, en particular, riesgos operativos, **riesgos de crédito** y **riesgos de liquidez**.

Riesgo de mercado: riesgo de pérdidas (en posiciones tanto de balance como de fuera de balance) derivadas de variaciones de los precios de mercado.

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) poniendo en peligro la estabilidad del sistema financiero o la confianza en dicho sistema. Esa 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 (BCE)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros cuya moneda no es el euro. Los órganos rectores del SEBC son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector del BCE.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema detallado e integrado de cuentas macroeconómicas basado en un conjunto de conceptos estadísticos, definiciones, clasificaciones y reglas contables acordados internacionalmente, que tiene por objeto realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros de la UE. El SEC 95 es la versión de la UE del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93).

Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF): el grupo de instituciones encargadas de garantizar la supervisión del sistema financiero de la Unión. Está integrado por la **Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)**, las tres Autoridades Europeas de Supervisión, el Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión y las autoridades nacionales de supervisión de los Estados miembros de la UE.

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una en tiempo real (véase, también, **TARGET**).

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la transferencia de valores, tanto libre de pago como contra pago (sistema de entrega contra pago).

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.

TARGET2-Securities (T2S): la plataforma técnica del **Eurosistema** que permite a los **depositarios centrales de valores** y a los BCN proporcionar un servicio de liquidación de valores neutral, sin fronteras y básico en dinero de banco central en Europa.

Tipo de cambio efectivo del euro (TCE), nominal/real: 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 **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de competitividad en términos de precios y costes.

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.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por **entidades de crédito** y otras **IFM** residentes, excluidos los bancos centrales y los fondos del **mercado monetario**, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en la **zona del euro**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**, que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. Son los tipos de las **operaciones principales de financiación**, de la **facilidad marginal de crédito** y de la **facilidad de depósito**.

Titulización: agrupación de un conjunto de activos financieros, tales como préstamos hipotecarios para adquisición de viviendas, que posteriormente se transfiere a un fondo de titulización, que luego emite valores de renta fija que vende a los inversores. El principal y los intereses de estos valores dependen de los flujos de efectivo generados por el paquete de activos financieros subyacentes.

Titulización retenida: situación en la que los valores emitidos en el contexto de una operación de titulización son recomprados por la entidad que originó la transacción (véase también **Titulización**).

Tratado: Salvo indicación en contrario, todas las referencias en este informe 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.

Tratados: salvo indicación en contrario, todas las referencias en este informe a los «Tratados» se refieren tanto al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea como al Tratado de la Unión Europea.

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. El Tratado de Lisboa fue firmado en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 y entró en vigor el 1 de diciembre de 2009.

Tratamiento automatizado de principio a fin: tratamiento automatizado de toda la cadena de una operación/pago, incluyendo, en su caso, la tramitación automatizada de la confirmación, el case y la generación de órdenes de pago y su compensación y liquidación.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro, y a la política monetaria única de la **zona del euro**, así como a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE. Este proceso, conforme a lo establecido en el **Tratado**, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: la tasa de crecimiento interanual de **M3** a medio plazo que es compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Estos valores incorporan normalmente un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa, acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (por ejemplo, una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus **opciones**, así como a partir de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: zona 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**. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

ISSN 1561-4522



9 771561 452003