



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

INFORME ANUAL 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

INFORME ANUAL  
2008

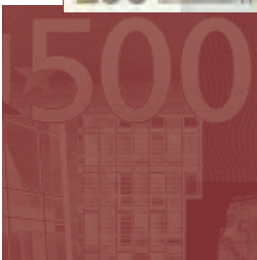
2008





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## INFORME ANUAL 2008

En el año 2009,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 200 euros.

© Banco Central Europeo, 2009

**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.*

*Fotografías:*

*Claudio Hils  
Martin Joppen*

*La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 27 de febrero de 2009.*

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

# ÍNDICE

<b>PRÓLOGO</b>	<b>11</b>	<b>4 ESTADÍSTICAS</b>	<b>143</b>
<b>CAPÍTULO 1</b>		4.1 Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	<b>143</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA</b>		4.2 Otras innovaciones estadísticas	<b>144</b>
<b>1 DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA</b>	<b>20</b>	4.3 Programa de trabajo a medio plazo para la función estadística del BCE (2009-2012)	<b>146</b>
<b>2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA</b>	<b>27</b>	<b>5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA</b>	<b>147</b>
2.1 Entorno macroeconómico mundial	<b>27</b>	5.1 Prioridades de investigación y resultados alcanzados	<b>147</b>
2.2 Evolución monetaria y financiera	<b>32</b>	5.2 Difusión de la investigación: Publicaciones y conferencias	<b>149</b>
2.3 Evolución de los precios y costes	<b>64</b>	<b>6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES</b>	<b>150</b>
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>74</b>	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	<b>150</b>
2.5 Evolución de las finanzas públicas	<b>83</b>	6.2 Funciones consultivas	<b>150</b>
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>93</b>	6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Comunidad Europea	<b>155</b>
<b>3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO</b>	<b>102</b>	6.4 Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	<b>155</b>
<b>CAPÍTULO 2</b>		<b>CAPÍTULO 3</b>	
<b>OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL</b>		<b>INCORPORACIÓN DE ESLOVAQUIA A LA ZONA DEL EURO</b>	
<b>1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>116</b>	<b>1 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN ESLOVAQUIA</b>	<b>158</b>
1.1 Operaciones de política monetaria	<b>116</b>	<b>2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EN EL EUROSISTEMA</b>	<b>162</b>
1.2 Operaciones en divisas	<b>129</b>	<b>3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EN EL EUROSISTEMA</b>	<b>164</b>
1.3 Actividades de inversión	<b>129</b>	3.1 Operaciones de política monetaria	<b>164</b>
<b>2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES</b>	<b>132</b>	3.2 Contribución al capital, a las reservas y a los activos exteriores de reserva del BCE	<b>164</b>
2.1 El sistema TARGET	<b>132</b>	<b>4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESLOVAQUIA</b>	<b>166</b>
2.2 TARGET2-Securities	<b>134</b>		
2.3 Procedimientos de liquidación de los activos de garantía	<b>136</b>		
<b>3 BILLETES Y MONEDAS</b>	<b>138</b>		
3.1 Circulación de billetes y monedas en euros y manejo del efectivo	<b>138</b>		
3.2 Falsificación de billetes y disuasión de falsificaciones	<b>139</b>		
3.3 Producción y emisión de billetes	<b>141</b>		

<b>CAPÍTULO 4</b>		<b>CAPÍTULO 6</b>	
<b>ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS</b>		<b>RENDICIÓN DE CUENTAS</b>	
<b>I ESTABILIDAD FINANCIERA</b>	<b>170</b>	<b>I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO</b>	<b>210</b>
1.1 Seguimiento de la estabilidad financiera	170		
1.2 Mecanismos de estabilidad financiera	173	<b>2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO</b>	<b>211</b>
<b>2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS</b>	<b>176</b>		
2.1 Cuestiones generales	176	<b>CAPÍTULO 7</b>	
2.2 Sector bancario	177	<b>COMUNICACIÓN EXTERNA</b>	
2.3 Valores	178	<b>I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN</b>	<b>216</b>
<b>3 INTEGRACIÓN FINANCIERA</b>	<b>180</b>	<b>2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN</b>	<b>217</b>
<b>4 VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO</b>	<b>185</b>		
4.1 Sistemas de grandes pagos en euros y proveedores de servicios de infraestructuras	185	<b>CAPÍTULO 8</b>	
4.2 Sistemas e instrumentos de pequeños pagos	188	<b>MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES</b>	
4.3 Compensación y liquidación de valores y derivados	189	<b>I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE</b>	<b>222</b>
4.4 Otras actividades	191	1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	222
		1.2 Consejo de Gobierno	223
		1.3 Comité Ejecutivo	226
		1.4 Consejo General	228
		1.5 Comités del Eurosistema/ SEBC, Comité de Presupuestos, Conferencia de Recursos Humanos y Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema	229
		1.6 Gobierno corporativo	230
		<b>2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE</b>	<b>233</b>
		2.1 Recursos Humanos	233
		2.2 Conferencia de Recursos Humanos	235
		2.3 Nueva sede del BCE	235
		2.4 Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema	236
		<b>3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC</b>	<b>237</b>
<b>CAPÍTULO 5</b>			
<b>ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES</b>			
<b>I ASUNTOS EUROPEOS</b>	<b>196</b>		
1.1 Cuestiones de política económica	196		
1.2 Aspectos institucionales	199		
1.3 Evolución y relaciones con los países candidatos a la UE	200		
<b>2 ASUNTOS INTERNACIONALES</b>	<b>201</b>		
2.1 Aspectos más destacados de la evolución del sistema monetario y financiero internacional	201		
2.2 Cooperación con países no pertenecientes a la UE	204		

<b>4 CUENTAS ANUALES DEL BCE</b>	<b>238</b>		
Informe de gestión del ejercicio 2008	<b>239</b>		
Balance a 31 de diciembre de 2008	<b>242</b>		
Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2008	<b>244</b>	Gráfico B	Flujos mensuales de entrada o salida de efectivo en circulación y depósitos a la vista <b>35</b>
Normativa contable	<b>245</b>	Gráfico C	Flujos mensuales de préstamos a otros intermediarios financieros, valores distintos de acciones adquiridos por IFM y préstamos dados de baja de IFM <b>36</b>
Notas al balance	<b>250</b>	Gráfico D	Tenencias de activos de las entidades de crédito y préstamos al sector privado <b>37</b>
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	<b>263</b>		
Informe del auditor externo	<b>269</b>	2	Evolución del mercado monetario de la zona del euro en el contexto de las turbulencias financieras <b>38</b>
Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	<b>271</b>	Gráfico A	Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día <b>39</b>
		Gráfico B	Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2009 <b>41</b>
<b>5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2008</b>	<b>272</b>	3	Volatilidad y liquidez en los mercados de renta variable y de deuda pública <b>52</b>
		Gráfico A	Volatilidad efectiva de los rendimientos semanales de los valores de renta variable y renta fija <b>53</b>
		Gráfico B	Correlación entre los rendimientos semanales de los valores de renta variable y de renta fija <b>53</b>
		Gráfico C	Volúmenes de negociación de los futuros sobre deuda pública <b>54</b>
		Gráfico D	Volúmenes de negociación en los mercados de renta variable <b>54</b>
		4	Precios de las materias primas e inflación medida por el IAPC <b>66</b>
		Gráfico A	Precios de las materias primas <b>66</b>
		Gráfico B	Inflación medida por el IAPC <b>67</b>
		Gráfico C	Componentes de servicios del IAPC <b>67</b>
<b>ANEXOS</b>			
<b>INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE</b>	<b>276</b>		
<b>DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE</b>	<b>280</b>		
<b>CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA</b>	<b>288</b>		
<b>PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS</b>	<b>291</b>		
<b>DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2008</b>	<b>300</b>		
<b>GLOSARIO</b>	<b>306</b>		
<b>LISTA DE RECUADROS</b>			
1 Impacto de las tensiones en los mercados financieros sobre la evolución monetaria	<b>34</b>		
Gráfico A Flujos mensuales de entrada o salida de participaciones en fondos del mercado monetario y de instrumentos de renta fija a corto plazo de las IFM	<b>34</b>		

Gráfico D	Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasa de inflación implícita	<b>68</b>	Gráfico C	Evolución de los indicadores armonizados de competitividad dentro y fuera de la zona del euro	<b>99</b>
5	Evolución del mercado de trabajo en la zona del euro en el 2008	<b>79</b>	10	Operaciones de política monetaria durante el reciente período de volatilidad en los mercados financieros	<b>117</b>
Gráfico A	Crecimiento del PIB real y del empleo total en la zona del euro	<b>79</b>	Gráfico A	Oferta de liquidez mediante las operaciones de mercado abierto y el uso de las facilidades permanentes	<b>119</b>
Gráfico B	Desagregación del crecimiento de las horas trabajadas	<b>80</b>	Gráfico B	Diferencial entre el EONIA y el tipo de interés de las OPF	<b>119</b>
Gráfico C	Desagregación del crecimiento del empleo por tipo de contrato	<b>80</b>	11	Repercusiones estadísticas de la ampliación de la zona del euro para incluir a Eslovaquia	<b>161</b>
Gráfico D	Empleo a tiempo parcial en la zona del euro	<b>81</b>	12	Diez años de UEM	<b>198</b>
6	Evolución de la emisión y de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro	<b>84</b>	<b>LISTA DE CUADROS</b>		
Cuadro A	Tasas de crecimiento interanual de la deuda pública de la zona del euro	<b>85</b>	1	Evolución de los precios	<b>64</b>
Cuadro B	Estructura de los saldos vivos de la deuda pública de la zona del euro	<b>86</b>	2	Indicadores de costes laborales	<b>71</b>
Gráfico A	Desagregación de la variación de los pagos de intereses en el período 1999-2008	<b>86</b>	3	Composición del crecimiento del PIB real	<b>75</b>
Gráfico B	Diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a la de Alemania	<b>86</b>	4	Evolución del mercado de trabajo	<b>82</b>
Gráfico C	Seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana	<b>87</b>	5	Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países de la zona	<b>83</b>
7	Consecuencias estadísticas contables de la crisis financiera sobre la deuda y el déficit públicos	<b>89</b>	6	Crecimiento del PIB real en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en la zona del euro	<b>102</b>
8	Crisis financiera y política fiscal	<b>91</b>	7	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	<b>103</b>
9	Evolución reciente de la competitividad de la zona del euro	<b>96</b>	8	Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	<b>105</b>
Gráfico A	Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro	<b>97</b>	9	Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	<b>106</b>
Gráfico B	Variaciones de los indicadores armonizados de competitividad en los países de la zona del euro	<b>98</b>	10	Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	<b>110</b>



11	Flujos de pagos en TARGET	<b>133</b>	19	Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras	<b>61</b>
12	Asignación de la producción de billetes en euros en el 2008	<b>141</b>	20	Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro	<b>62</b>
13	Principales indicadores económicos de Eslovaquia	<b>159</b>	21	Brecha de financiación de las sociedades no financieras y sus componentes principales	<b>63</b>

#### LISTA DE GRÁFICOS

1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	<b>21</b>	22	Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras	<b>63</b>
2a	Indicadores económicos de las principales economías industrializadas	<b>27</b>	23	Principales componentes del IAPC	<b>65</b>
2b	Indicadores económicos de las principales economías emergentes	<b>30</b>	24	Contribuciones de los principales componentes al IAPC	<b>69</b>
3	Principales indicadores de los mercados de materias primas	<b>31</b>	25	Detalle de los precios industriales	<b>70</b>
4	M3 y préstamos al sector privado	<b>32</b>	26	Remuneración por asalariado, por sectores	<b>72</b>
5	Principales componentes de M3	<b>43</b>	27	Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	<b>73</b>
6	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario	<b>43</b>	28	Percepciones y expectativas cualitativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación	<b>74</b>
7	Depósitos por sectores	<b>44</b>	29	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	<b>75</b>
8	Crédito a residentes en la zona del euro	<b>45</b>	30	Indicadores de confianza	<b>77</b>
9	Tipo de interés de los mercados monetarios sin garantías	<b>48</b>	31	Desempleo	<b>82</b>
10	EUREPO, EURIBOR y swaps de tipos de interés a un día, a tres meses	<b>48</b>	32	Evolución de las finanzas públicas, 1999-2009	<b>90</b>
11	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	<b>49</b>	33	Balanza por cuenta corriente y sus componentes	<b>95</b>
12	Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro	<b>51</b>	34	Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales	<b>96</b>
13	Principales índices bursátiles	<b>55</b>	35	Importaciones de bienes procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro	<b>100</b>
14	Volatilidad implícita de los mercados de renta variable	<b>57</b>	36	Inversiones directas y de cartera de la zona del euro	<b>100</b>
15	Préstamos de las IFM a hogares	<b>58</b>	37	Posición de inversión internacional neta	<b>101</b>
16	Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras	<b>58</b>	38	Evolución en el MTC II	<b>107</b>
17	Endeudamiento y carga de intereses de los hogares	<b>59</b>	39	Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II	<b>108</b>
18	Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	<b>60</b>			



40	Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA	<b>116</b>
41	Factores de liquidez en la zona del euro en el 2008	<b>123</b>
42	Billetes en circulación	<b>123</b>
43	Activos de garantía admitidos, por tipo de activo	<b>126</b>
44	Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y volumen utilizado en las operaciones de política monetaria	<b>127</b>
45	Detalle de los tipos de activos utilizados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo	<b>128</b>
46	Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2008	<b>138</b>
47	Importe de los billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2008	<b>138</b>
48	Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2008	<b>139</b>
49	Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2008	<b>140</b>
50	Distribución de billetes falsos en euros por denominaciones en el 2008	<b>140</b>



## 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 Central Nacional
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
EUR	Euro
EEE	Espacio Económico Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIF	Otros intermediarios financieros
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

# PRÓLOGO



En el 2008, el Banco Central Europeo celebró su décimo aniversario. La inflación anual en la zona del euro se ha situado, en promedio, sólo ligeramente por encima del 2%, de modo que hemos presenciado una década de precios relativamente estables, en consonancia con el mandato del BCE de garantizar la estabilidad de precios. De igual forma, las expectativas de inflación a más largo plazo han permanecido ancladas, en este período, en líneas generales, en niveles acordes con la estabilidad de precios, reflejando el alto grado de credibilidad de la política monetaria del BCE. Este éxito es también una prueba tangible de la solidez, la coherencia y la unidad institucional del Eurosistema, de su capacidad para actuar con un espíritu verdaderamente europeo sobre la base de valores compartidos, estándares elevados y principios comunes. Desde su introducción, el euro ha sido una moneda estable. Actualmente es utilizada por 329 millones de ciudadanos en 16 países de la zona del euro y es ampliamente aceptada en los mercados financieros internacionales. Quisiera aprovechar esta oportunidad para dar la bienvenida a los ciudadanos de Eslovaquia a

la zona del euro. Tras la adopción del euro por parte de Chipre y Malta en el 2008, Eslovaquia se ha incorporado como decimosexto miembro el 1 de enero de 2009.

El 2008 fue un año excepcional que estuvo caracterizado por una evolución económica y financiera extraordinaria. Como consecuencia de las fuertes subidas de los precios de las materias primas, la inflación experimentó un aumento considerable en el primer semestre del año, y los riesgos al alza para la estabilidad de precios se incrementaron durante este período. La inflación interanual medida por el IAPC registró el máximo a mediados de año, situándose en el 4% en los meses de junio y julio. En particular, se observaron indicios crecientes de aumento de las presiones salariales. El análisis monetario confirmó la valoración de persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios. Con el fin de evitar efectos de segunda vuelta generalizados y mantener el sólido anclaje de las expectativas de inflación, el Consejo de Gobierno del BCE incrementó los tipos de interés oficiales en julio del 2008. A partir de mediados de septiembre, las tensiones financieras se intensificaron considerablemente y se propagaron de forma creciente a la economía real en todo el mundo. Esto, unido a los acusados descensos de los precios de la energía y de otras materias primas, dio lugar a una disminución de las presiones inflacionistas mundiales y en la zona del euro. Al mismo tiempo, la incertidumbre aumentó hasta alcanzar niveles excepcionales, lo que afectó a la liquidez, a los precios de los activos y a los balances. En general, estos acontecimientos provocaron un aumento significativo de los riesgos a la baja para el crecimiento y una reducción sustancial de las presiones inflacionistas a medio plazo.

El 8 de octubre de 2008, el BCE y otros importantes bancos centrales, en una acción concertada, anunciaron reducciones de sus tipos de interés oficiales. En total, entre octubre del 2008 y marzo del 2009, el Consejo de Gobierno redujo 275 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos de interés a

un día del mercado monetario experimentaron un descenso aún más pronunciado en este período, ya que el BCE amplió sustancialmente su provisión de liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro. Estas decisiones sin precedentes fueron plenamente acordes con el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios a la vista de la reducción de las presiones y de los riesgos inflacionistas. El análisis monetario indicaba que los riesgos al alza para la estabilidad de precios estaban disminuyendo gradualmente, ya que la tasa subyacente de expansión monetaria mostraba una desaceleración, especialmente en el segundo semestre del 2008. El crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero también se moderó durante el año, en consonancia con el endurecimiento de las condiciones de financiación y de la mayor debilidad de la actividad económica.

En general, aunque las tasas de inflación experimentaron una desaceleración clara a partir de mediados del 2008, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 3,3%, en promedio, en el 2008, el nivel más alto observado desde la introducción del euro, en claro contraste con unas tasas en torno al 2% en los años anteriores. Pese a las fuertes fluctuaciones observadas en las tasas de inflación, la política monetaria del BCE logró, a lo largo del año 2008, mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles acordes, en líneas generales, con la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se redujo hasta el 0,8% en el 2008, tras registrar un sólido crecimiento en los años 2007 y 2006, a tasas del 2,7% y del 3%, respectivamente. Aunque el crecimiento económico de la zona del euro mostró una relativa capacidad de resistencia a principios del 2008, posteriormente se deterioró con rapidez, como consecuencia de la pronunciada desaceleración de la actividad económica mundial.

En cuanto a la política fiscal, los resultados presupuestarios relativamente favorables alcanzados en los últimos años se tornaron

a la inversa en el 2008, a medida que fue desarrollándose la crisis financiera y deteriorándose el entorno macroeconómico con rapidez. Según las previsiones intermedias de la Comisión Europea de enero del 2009, el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó del 0,6% del PIB en el 2007 al 1,7% en el 2008, y se espera que se incremente considerablemente, hasta el 4% del PIB, en el 2009. En octubre del 2008, los países de la zona del euro acordaron un plan de acción concertada para estabilizar el sistema bancario, que incluía medidas como la recapitalización de instituciones financieras y garantías para los préstamos y los depósitos. En diciembre, el Consejo Europeo aprobó un Plan Europeo de Recuperación Económica que tiene por objeto apoyar la recuperación económica estimulando la demanda agregada y redoblando los esfuerzos por introducir las reformas estructurales previstas en la estrategia de Lisboa. El aumento del déficit presupuestario y de las ratios de deuda, así como la elevada incertidumbre en torno a las perspectivas, plantean retos considerables para la política fiscal de la zona del euro. Para mantener la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas, es esencial un compromiso creíble en relación con el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, con el fin de retornar a unas situaciones presupuestarias sólidas, respetando íntegramente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En lo referente a las políticas estructurales, la actual debilidad de la actividad económica y la elevada incertidumbre en torno a las perspectivas económicas requiere fortalecer la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro. En la coyuntura actual, es fundamental aplicar políticas económicas acordes con el principio de una economía de mercado abierta con libre competencia y resistir cualquier presión proteccionista. Además, las reformas de los mercados de productos y servicios deben fomentar la competencia. Las reformas de los mercados de trabajo deben contribuir a facilitar procesos de fijación de los salarios apropiados y, con ello,



proteger el empleo y promover la movilidad geográfica y sectorial de los trabajadores, algo particularmente importante para aquellas áreas y sectores que se han visto seriamente afectados por las perturbaciones de demanda negativas. En varios países, también es prioritario adoptar medidas para resolver las pérdidas de competitividad acumuladas en los últimos años.

\*\*\*

En el 2008 aumentaron considerablemente las dificultades en los mercados financieros. Los mercados monetarios de la zona del euro siguieron caracterizándose por diferenciales de crédito elevados y volúmenes de negociación muy reducidos, pese al efecto estabilizador en estas variables de las medidas especiales que el BCE empezó a introducir en el 2007 y que se ampliaron en el 2008. Fundamentalmente, estas medidas consistieron en la distribución «anticipada» de liquidez al sector bancario durante los períodos de mantenimiento de reservas, en la ampliación del plazo medio de vencimiento de las operaciones de financiación del Eurosistema y, en cooperación con la Reserva Federal, en la provisión de liquidez en dólares estadounidenses.

Cuando, a mediados de septiembre del 2008, las tensiones se agudizaron de forma importante en todos los segmentos y plazos de vencimiento del mercado monetario, el Eurosistema adoptó nuevas medidas de gestión de la liquidez para asegurar la capacidad de las entidades de crédito para financiarse. En particular, se introdujo un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación y en todas las operaciones de financiación a plazo más largo, y se amplió temporalmente la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de financiación. Además, la banda determinada por los tipos de interés de las facilidades permanentes se redujo de forma transitoria. Como resultado de estas medidas, las entidades de crédito continuaron teniendo, en general, amplio acceso a la liquidez en euros, aunque las

tensiones persistieron, especialmente a los plazos de vencimiento más largos.

\*\*\*

El BCE contribuyó activamente en el 2008 en las principales medidas políticas y regulatorias para afrontar la crisis financiera y fortalecer el sistema financiero. En el ámbito internacional, el BCE participó en las deliberaciones que se plasmaron en las recomendaciones que el Foro de Estabilidad Financiera formuló a los ministros de Economía y Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-7 en abril del 2008. Estas recomendaciones tienen por objeto reforzar los requisitos prudenciales y los marcos de transparencia y de valoración, así como mejorar la utilización de las calificaciones crediticias, la velocidad de respuesta de las autoridades a los riesgos que se presenten y los mecanismos para abordar las tensiones en el sistema financiero. El BCE contribuyó asimismo a otras importantes medidas adoptadas a escala mundial, concretamente al plan de acción adoptado por los países del G-20 el 15 de noviembre de 2008.

En el ámbito europeo, el BCE actuó asesorando sobre el diseño de las medidas de las autoridades públicas para apoyar el mejor funcionamiento del sector bancario. La Declaración de París de los países de la zona del euro, realizada el 12 de octubre de 2008 y ratificada el 16 de octubre por el Consejo Europeo, estableció un plan de medidas concertadas para restablecer la confianza y mejorar las condiciones de financiación en la economía. Estas medidas incluían el otorgamiento de avales públicos a las emisiones de deuda de entidades de crédito y la recapitalización de entidades. El Consejo de Gobierno formuló recomendaciones sobre las principales características y la determinación del precio de estos avales y de los instrumentos de recapitalización. El objetivo de estas recomendaciones era preservar la igualdad de trato a todas las instituciones financieras, aumentar la estabilidad del sistema financiero, facilitar el retorno a unas condiciones de mercado normales y asegurar el funcionamiento correcto de la economía. Las recomendaciones fueron

tomadas debidamente en consideración por los Estados miembros en las medidas que adoptaron y quedaron reflejadas en las orientaciones publicadas por la Comisión Europea en relación con el cumplimiento de las normas del Tratado sobre ayudas estatales.

A principios del 2009, el BCE contribuyó a definir las orientaciones generales para las medidas de activo, destinadas a reducir la incertidumbre respecto a la valoración de determinados activos titulizados en los balances de las instituciones financieras. La contribución del BCE quedó reflejada en las orientaciones de la Comisión Europea sobre estas medidas.

\*\*\*

A lo largo del 2008, el BCE continuó fomentando activamente el proceso de integración financiera europea. En particular, el BCE brindó asesoramiento sobre regulación y supervisión financieras, así como sobre los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores. Además, el BCE siguió actuando como catalizador de las iniciativas del sector privado, facilitando acciones colectivas. Desde el primer momento, el BCE respaldó firmemente el proyecto de creación de una Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, en sus siglas en inglés). La implantación de las transferencias SEPA y del marco SEPA para las tarjetas de pago en enero del 2008 fue el primer hito importante del proyecto. Desde entonces, ya se han materializado los primeros beneficios de la SEPA para las entidades de crédito y, lo que es más importante, han empezado a ser percibidos por los usuarios finales de los servicios de pago.

En lo que se refiere a la prestación de servicios de banco central que fomentan también la integración financiera, en mayo del 2008, la primera generación descentralizada de TARGET, el sistema de grandes pagos del Eurosistema, fue totalmente sustituida por TARGET2, un sistema de plataforma única de segunda generación. TARGET2 es la primera infraestructura de mercado completamente integrada y armonizada a escala europea. Además, en julio del 2008 el Consejo de Gobierno decidió desarrollar una

nueva plataforma de liquidación de valores, TARGET2-Securities (T2S). Al ofrecer servicios de liquidación armonizados, sin fronteras y neutrales en euros y en otras monedas, T2S será un gran paso adelante hacia la existencia de un mercado de valores integrado en Europa. En julio del 2008, el Consejo de Gobierno decidió también crear una plataforma compartida única (CCBM2), para la movilización de los activos de garantía, prestando a las entidades de contrapartida del Eurosistema servicios de gestión de la liquidez y de los activos de garantía.

\*\*\*

Al final del 2008, el número total de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa del BCE era de 1.357,5, frente a 1.348 al final del 2007. El personal del BCE procede de los 27 Estados miembros de la UE y se contrata a través de campañas abiertas de selección para cubrir las vacantes que se publican en la dirección del BCE en Internet. En el año 2008, conforme a la política de movilidad del BCE, 165 miembros del personal cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, 23 empleados se acogieron al programa de traslado temporal a otros organismos, y se concedieron permisos no retribuidos a otros 30 empleados, en la mayoría de los casos para incorporarse a otras organizaciones. Los continuos procesos de adquisición y desarrollo de capacidades y competencias profesionales por parte de todos los empleados del BCE, incluidos los directivos, siguen siendo clave en la estrategia de recursos humanos del BCE.

En el 2008, atendiendo a las mediciones más recientes de la esperanza de vida y a la sostenibilidad financiera, el BCE ha iniciado un examen del plan de jubilación que ofrece a sus empleados, y se prevé que las conclusiones extraídas de este estudio se lleven a la práctica en la primavera del 2009.

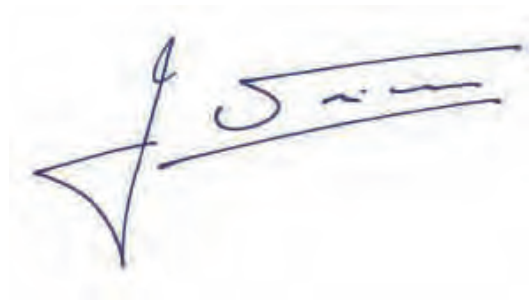
\*\*\*

El año 2008 planteó nuevos retos para el proyecto de la nueva sede del BCE, ya que el procedimiento de licitación de las obras de

construcción para un contratante general no obtuvo un resultado económico satisfactorio. En consecuencia, en los meses de verano se examinaron detenidamente todas las posibles opciones y se revisaron los cálculos de los costes y la estrategia de la licitación. Basándose en este análisis, el Consejo de Gobierno decidió dividir las obras de construcción en operaciones y lotes separados, y reiniciar el procedimiento de licitación conforme al nuevo plan. Tras realizar un nuevo estudio del mercado de la construcción, el BCE mantiene el firme propósito de llevar a cabo el proyecto dentro del presupuesto establecido.

\*\*\*

En el 2008, el BCE registró un superávit de 2,66 mm de euros, frente al superávit de 0,29 mm de euros contabilizado en el 2007. El Consejo de Gobierno decidió transferir, a 31 de diciembre de 2008, 1,34 mm de euros a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. El importe de la provisión que, tras la citada transferencia, asciende a 4,01 mm de euros, se revisa anualmente. El resultado neto del BCE en el 2008, después de la transferencia a la provisión, fue de 1,32 mm 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.

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

Jean-Claude Trichet





Primer Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo en 1998



El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo en el 2008

Nota: Mario Draghi y Athanasios Orphanides no estaban presentes cuando se tomó la foto.



**CAPÍTULO I**

**EVOLUCIÓN  
ECONÓMICA Y  
POLÍTICA MONETARIA**



## I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el 2008, el BCE aplicó su política monetaria en un entorno de turbulencias financieras iniciadas en agosto del 2007. En el primer semestre del 2008, el Consejo de Gobierno mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales del BCE, antes de incrementarlos 25 puntos básicos en julio y recortarlos, en tres etapas, un total de 175 puntos básicos durante el cuarto trimestre del año. Los cambios registrados en los tipos de interés oficiales del BCE reflejaron la evolución de los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo, que se habían visto muy influidos por dos fenómenos de carácter mundial: el comportamiento de los precios de las materias primas, especialmente de los precios de la energía y los alimentos, y el impacto económico de las turbulencias financieras, que se intensificaron a mediados de septiembre.

En el primer semestre del 2008 se incrementaron las presiones inflacionistas en la zona del euro, como consecuencia, principalmente, de la rapidísima subida de los precios internacionales de las materias primas. La inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo muy por encima del 2% durante este período, pasando del 3,2% en enero a un máximo del 4% en junio y julio, debido sobre todo a la evolución de los precios de la energía y los alimentos. Al intensificarse las presiones inflacionistas a consecuencia de unas condiciones relativamente tensas en los mercados de trabajo, aumentó el riesgo de que se produjeran efectos de segunda vuelta. Además, el ritmo subyacente de crecimiento del agregado monetario amplio mantuvo su intensidad, a pesar de que se moderó gradualmente a partir de los máximos observados en el segundo semestre del 2007. Con objeto de contener los riesgos al alza para la estabilidad de precios y de asegurar que las expectativas de inflación a largo plazo permanecieran firmemente ancladas, de conformidad con la definición de estabilidad de precios del BCE, en julio del 2008 el Consejo de Gobierno elevó el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%.

Si se considera el tercer trimestre del año, los datos disponibles hasta mediados de septiembre

sugerían que los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo seguían siendo al alza. La incertidumbre acerca de las perspectivas de la actividad económica continuaba siendo considerable, debido, entre otros factores, a los precios tan altos y volátiles de las materias primas y a las tensiones existentes en los mercados financieros. En general, prevalecieron los riesgos a la baja para las perspectivas económicas.

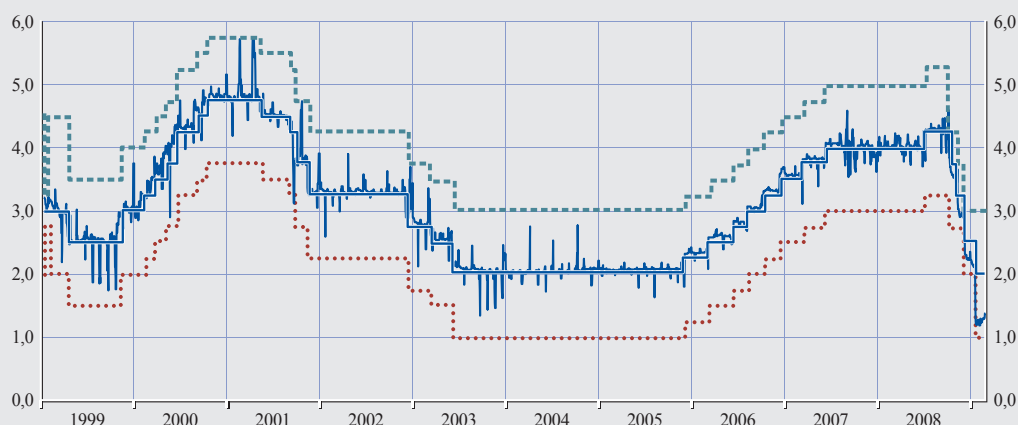
A partir de mediados de septiembre se intensificaron significativamente las turbulencias financieras, que ocasionaron importantes distorsiones y escasez de liquidez en muchos segmentos del mercado financiero y provocaron un considerable deterioro de las perspectivas económicas mundiales. La inflación también cayó de forma acusada en los últimos meses del año y las presiones inflacionistas se debilitaron. Impulsada por el descenso de los precios de las materias primas, sobre todo de los precios del petróleo, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo en el segundo semestre del año, y se situó en el 1,6% en diciembre. Las tendencias monetarias, que continuaron moderándose en el segundo semestre del año, respaldaban la opinión de que las tensiones inflacionistas se estaban debilitando. En este contexto, el 8 de octubre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se recortó 50 puntos básicos, hasta el 3,75%, en una acción coordinada con los principales bancos centrales. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se redujo otros 50 puntos básicos en noviembre y 75 puntos básicos más en diciembre, y se situó en el 2,50% a finales de año (véase gráfico 1).

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se mantuvo, aunque ligeramente por debajo de la tendencia observada en el primer semestre del año, pese a que el efecto de las inusuales condiciones meteorológicas sobre la actividad constructora generó cierta volatilidad en las tasas de crecimiento intertrimestrales. La situación económica empeoró en el segundo semestre del 2008, especialmente después de que se intensificaran las tensiones en los mercados financieros a mediados de septiembre. La crisis

## Gráfico I Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo mínimo de puja/tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- ... Tipo de depósito
- - - Tipo marginal de crédito
- Tipo de interés a un día (EONIA)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 27 de febrero de 2009.

financiera se trasladó a la economía real de manera más general de lo esperado previamente. En el tercer trimestre, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2% en tasa intertrimestral, como consecuencia, fundamentalmente, de la importante contribución negativa del comercio exterior neto, atribuible al débil crecimiento de las exportaciones y a la significativa recuperación de las importaciones. En el cuarto trimestre se observó una contracción económica generalizada en un entorno de intensificación de la incertidumbre, y el PIB se redujo otro 1,5%. En resumen, el PIB real de la zona del euro registró un crecimiento del 0,8% en el 2008, muy por debajo del 2,7% observado en el 2007.

La inflación media interanual medida por el IAPC fue muy elevada en el 2008, y se situó en el 3,3%, el nivel más alto registrado desde la introducción del euro, tras mantenerse próxima al 2% en años anteriores (v. g., el 2,1% en el 2007). La inflación pasó del 3,2% en enero a un máximo del 4% en junio y julio, antes de descender hasta el 1,6% en diciembre. Este comportamiento de la inflación estuvo determinado, principalmente, por la evolución de los precios de las materias primas a escala

mundial, especialmente por los precios de la energía y los alimentos. Concretamente, el precio del petróleo subió desde los aproximadamente 100 dólares estadounidenses el barril en enero hasta un máximo de casi 150 dólares en julio, antes de caer en torno a los 40 dólares estadounidenses el barril en diciembre. Durante la mayor parte del 2008, la tasa de inflación se situó significativamente por encima de la definición de estabilidad de precios del BCE, sobre todo a causa de la evolución de los precios de las materias primas. El crecimiento de los costes laborales unitarios siguió siendo intenso, alentado por aumentos salariales de mayor intensidad, en un entorno de mayores tensiones en los mercados de trabajo y de algunos efectos de segunda vuelta, pero también de una desaceleración cíclica del crecimiento de la productividad del trabajo más adelante en el año. Hacia mediados de año se podían percibir, a partir de los instrumentos de los mercados financieros, señales de un desplazamiento al alza en las expectativas de inflación a largo plazo. Sin embargo, dichas señales desaparecieron después de la subida de tipos de interés registrada en julio y del cambio de rumbo observado en los precios de las materias primas, en particular del

petróleo, que redujo las preocupaciones relativas a la aparición de efectos de segunda vuelta. En síntesis, a pesar de las acusadas fluctuaciones de la inflación provocadas por las importantes modificaciones registradas en los precios de las materias primas, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas permanecieron, en general, ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios, de conformidad con la orientación a medio plazo de la política monetaria del BCE.

El ritmo subyacente de expansión monetaria se moderó durante el 2008, pero siguió siendo vigoroso. Si bien el crecimiento de M3 tendió a sobrevalorar la dinámica monetaria tendencial, debido al efecto de la curva de rendimientos, que era plana, y de otros factores transitorios, especialmente en el primer semestre del año, una evaluación de los componentes y contrapartidas de M3 basada en un amplio conjunto de indicadores confirmó que el crecimiento monetario subyacente continuaba siendo vigoroso. El crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero también se moderó a lo largo del año, en consonancia con el endurecimiento de las condiciones de financiación y la pérdida de ritmo de la actividad económica. El aumento de la inquietud en el sistema financiero como consecuencia de la agudización de las tensiones financieras en septiembre se hizo sentir en los datos monetarios hacia finales de año. En cuanto a los agregados monetarios, estas tensiones provocaron, principalmente, desplazamientos entre los componentes de M3, en lugar de afectar al propio M3. La contenida evolución de los préstamos a finales de año confirmó que el crédito a empresas se había debilitado significativamente tras un prolongado período de fuerte crecimiento, lo que refleja, principalmente, la desaceleración de la actividad económica real, aunque también podrían haber intervenido factores por el lado de la oferta, como se indicaba en la encuesta de préstamos bancarios del Eurosistema. En general, las tendencias monetarias respaldaban la opinión de que las presiones inflacionistas se habían debilitado hacia finales del 2008.

### **LAS PRESIONES INFLACIONISTAS OCASIONARON UN AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL BCE EN JULIO DEL 2008**

Si se consideran con más detenimiento las decisiones de política monetaria adoptadas en el 2008, el año puede dividirse en dos partes: el período transcurrido hasta el verano del 2008, cuando los datos disponibles en el momento indicaban crecientes riesgos al alza para la estabilidad de precios; y el período posterior al verano, cuando la información mostraba que las turbulencias financieras y la desaceleración económica mundial estaba incidiendo de modo más intenso en la actividad económica de la zona del euro y que las presiones inflacionistas se estaban debilitado.

En el primer semestre del año, la situación económica se caracterizaba por elevados niveles de incertidumbre en relación con la reevaluación de los riesgos existentes en los mercados financieros y con su posible efecto en la economía real. El crecimiento intertrimestral había empezado a moderarse durante el 2007. Los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores habían comenzado a empeorar, pero a principios del 2008 se mantenían en niveles que indicaban un crecimiento sostenido. Las perspectivas de crecimiento económico se habían moderado en cierta medida, pero aún eran relativamente favorables a comienzos del 2008. Se esperaba que la demanda interna y la demanda exterior se moderaran, pero siguieran respaldando el crecimiento en curso. Pese al efecto moderador de los precios más elevados de las materias primas, se consideraba probable que el crecimiento del consumo contribuyera a la expansión económica, en consonancia con el aumento del empleo, dado que las tasas de paro habían caído hasta situarse en niveles no registrados en 25 años. Se preveía que la demanda exterior siguiera respaldando las exportaciones de la zona del euro, pues se esperaba que la capacidad de resistencia de la actividad económica de las economías emergentes mitigara el impacto de la desaceleración económica de Estados Unidos sobre la demanda exterior de la zona del euro.

Efectivamente, en el primer semestre del año, los datos macroeconómicos sugerían que el crecimiento del PIB real se moderaría, pero sólo ligeramente. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, de junio del 2008, señalaron que el crecimiento medio anual del PIB real se situaría entre el 1,5% y el 2,1% en el 2008 y entre el 1% y el 2% en el 2009. Si bien las proyecciones para el 2008 se mantuvieron en la zona más baja del intervalo publicado en diciembre del 2007, las proyecciones para el 2009 se revisaron ligeramente a la baja. La incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento económico era considerable y se entendía que los riesgos eran a la baja. Estos riesgos estaban relacionados, principalmente, con la posibilidad de que la evolución de los mercados financieros tuviera un impacto mayor del esperado sobre las condiciones de financiación y el clima económico y, por tanto, incidiera negativamente en el crecimiento mundial y de la zona del euro. Otros riesgos a la baja procedían de la posibilidad de que se registraran nuevas subidas en los precios del petróleo y las materias primas, del temor relativo a la existencia de presiones proteccionistas y de la eventualidad de que produjera una evolución desordenada, como consecuencia de los desequilibrios mundiales.

Al mismo tiempo, en la zona del euro se registraba un período de tasas de inflación interanual en aumento, principalmente como resultado del acusado incremento de los precios de la energía y los alimentos a escala mundial. La inflación interanual medida por el IAPC se situó por encima del 3% a comienzos del 2008 y pasó del 3,2% de enero al 3,7% de mayo, observándose, en el corto plazo, una importante presión al alza sobre la inflación. Por consiguiente, en junio, el Consejo de Gobierno señaló que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo se habían agudizado de nuevo. Se consideraba probable que la inflación medida por el IAPC siguiera siendo elevada durante un período más prolongado del previsto inicialmente. Se observaban, también, indicios de un desplazamiento al alza en las expectativas de inflación a largo plazo. Las proyecciones

elaboradas por los expertos del Eurosistema, de junio del 2008, señalaron que la inflación media anual se situaría entre el 3,2% y el 3,6% en el 2008 y entre el 1,8% y el 3% en el 2009. Los intervalos proyectados para la inflación en el 2008 y 2009 fueron, por tanto, mucho más amplios que los previstos en proyecciones anteriores, como consecuencia, principalmente, de los precios más elevados del petróleo y de los alimentos y de las crecientes presiones inflacionistas en la rama de servicios. Existía, asimismo, el temor de que el crecimiento de los salarios resultara ser mayor del esperado, teniendo en cuenta los altos niveles de utilización de la capacidad productiva, las tensiones existentes en los mercados de trabajo y el riesgo de que se produjeran efectos de segunda vuelta.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario M3, pese a haberse moderado, seguía siendo vigorosa. Una serie de factores transitorios, especialmente la curva de rendimientos relativamente plana, sugería que el crecimiento de M3 sobrevaloraba el ritmo de la expansión monetaria subyacente. Incluso tomando en cuenta dichos factores, una valoración de los datos monetarios basada en un amplio conjunto de indicadores confirmó que la tasa de crecimiento subyacente del dinero y del crédito mantenía su fortaleza. El crecimiento del endeudamiento de los hogares se había moderado ligeramente, como consecuencia del impacto del aumento de los tipos de interés del BCE a partir de diciembre del 2005 y del enfriamiento de los mercados de la vivienda en varias partes de la zona del euro. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras continuó siendo sólido.

En este contexto, el Consejo de Gobierno consideró que los riesgos para la estabilidad de precios permanecían claramente al alza y que se habían agudizado. Esos riesgos procedían, en particular, de la posibilidad de que se produjeran efectos de segunda vuelta sobre la determinación de salarios y precios, pero también de que se registraran nuevas subidas de los precios del petróleo y los alimentos. La posibilidad de que los aumentos de los precios administrados y de los

impuestos indirectos superaran los incrementos previstos en el momento constituía un riesgo al alza para las perspectivas de inflación. Esta valoración se vio respaldada al contrastarla con los datos de crecimiento monetario y crediticio. Dado el fuerte crecimiento observado en los agregados monetarios y crediticios, el análisis monetario confirmó los indicios procedentes del análisis económico de que existían riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio y largo plazo. El Consejo de Gobierno subrayó su determinación de anclar firmemente las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en consonancia con la estabilidad de precios.

Con el fin de evitar efectos de segunda vuelta generalizados y contrarrestar los crecientes riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo, el 3 de julio de 2008, el Consejo de Gobierno decidió elevar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, tras haberlos mantenido sin cambios desde junio del 2007 en vista del elevado nivel de incertidumbre existente como consecuencia de las turbulencias financieras. El Consejo de Gobierno puso de manifiesto su clara intención de mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en consonancia con la estabilidad de precios. Ello mantendría el poder adquisitivo en el medio plazo y continuaría respaldando el crecimiento sostenible y el empleo en la zona del euro.

Pasando al tercer trimestre del 2008, se esperaba que las cifras de crecimiento del PIB real que se publicarían para el segundo trimestre del 2008 fueran mucho peores que las disponibles para el primer trimestre. Si bien lo anterior tenía, en parte, su origen en una reacción técnica al fuerte crecimiento observado en los primeros meses del año, también reflejaba el debilitamiento del crecimiento del PIB como consecuencia de una desaceleración de la expansión a escala mundial y de los efectos moderadores de los elevados y volátiles precios del petróleo y los alimentos. La incertidumbre relativa a las perspectivas de la actividad económica seguía siendo considerable, debido, entre otros factores, a los precios tan elevados y volátiles de las materias primas

y a las tensiones existentes en los mercados financieros. En general puede decirse que seguían prevaleciendo los riesgos a la baja.

Al mismo tiempo, la información disponible en agosto y septiembre corroboró la posibilidad de que las tasas de inflación interanual permanecieran durante un período prolongado en niveles muy superiores a los compatibles con la estabilidad de precios. Los datos también sugerían que los riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo seguían siendo al alza. Tras haber alcanzado el 4% en junio, la inflación se mantuvo en el 4% en julio y se situó en el 3,8% en agosto, como resultado, principalmente, de los efectos directos e indirectos de las anteriores e importantes subidas de precios de la energía y los alimentos a escala mundial. Además, se confirmó que el crecimiento de los salarios se había acelerado significativamente. Al ralentizarse el crecimiento de la productividad del trabajo, se produjo un fuerte aumento de los costes laborales unitarios.

#### **EL DEBILITAMIENTO DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS OCASIONÓ UNA RELAJACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ÚLTIMA PARTE DEL 2008**

Las tensiones financieras se intensificaron en septiembre, dominadas por los acontecimientos ocurridos en los mercados estadounidenses, especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers acaecida el 15 de septiembre. Lo anterior provocó una considerable volatilidad en todos los segmentos de los mercados financieros, una reducción de los niveles de liquidez en varios segmentos de los mercados, una significativa reestructuración de algunas de las principales entidades financieras, una crisis financiera en Islandia y efectos de contagio para otros países, así como la adopción por parte de los Gobiernos de unas medidas de política económica sin precedentes. Las turbulencias existentes en los mercados financieros ocasionaron, también, una significativa intensificación de la aversión al riesgo. Ello pudo apreciarse, por ejemplo, en la sustancial ampliación de los diferenciales de la renta fija privada y de la deuda soberana, que tuvo un significativo efecto a la baja sobre la

economía real. En su reunión de 2 de octubre, el Consejo de Gobierno debatió de forma exhaustiva la reciente intensificación de las turbulencias en los mercados financieros y su posible incidencia en la actividad económica y la inflación, y reconoció el nivel extremadamente elevado de incertidumbre creado por la evolución reciente. Al tiempo que la economía mundial en su conjunto sentía los efectos adversos de este período prolongado e intenso de turbulencias financieras, la actividad económica en la zona del euro se debilitaba.

Las presiones inflacionistas habían comenzado a moderarse en la zona del euro y en varias de las principales economías del mundo, debido sobre todo al acusado descenso de los precios de la energía y de otras materias primas. Las expectativas de inflación habían disminuido, recuperando los niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE. Al dar lugar a un aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento, la intensificación de la crisis financiera también redujo los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

En una acción coordinada, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el BCE, la Reserva Federal, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional Suizo anunciaron el 8 de octubre reducciones de los tipos de interés oficiales. En este contexto, el Consejo de Gobierno recortó 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales, reconociendo, así, que los riesgos inflacionistas al alza en la zona del euro habían disminuido y que las presiones inflacionistas habían empezado a moderarse. El Consejo de Gobierno adoptó, asimismo, dos medidas temporales para apoyar la aplicación de la política monetaria, que consistieron en estrechar la banda determinada por los tipos de interés de las facilidades permanentes y en anunciar que las operaciones se realizarían mediante subastas a un tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Las tensiones se transmitieron cada vez más del sector financiero a la economía real y de las economías avanzadas a las economías emergentes. Las perspectivas de crecimiento

mundial se deterioraron intensamente, ocasionando una contracción de la demanda que tendría un impacto negativo sobre la actividad de la zona del euro. Los indicadores de confianza empresarial, que habían comenzado a empeorar a mediados del 2007, empezaron a caer de forma más rápida, alcanzando todos los meses nuevos niveles mínimos. El cuarto trimestre estuvo marcado por una desaceleración económica generalizada con un nivel de incertidumbre elevado, y los Gobiernos anunciaron importantes planes de estímulo económico. La información disponible sobre la evolución económica actual justificaba unas perspectivas más pesimistas, que se debían, sobre todo, a la materialización de los riesgos identificados previamente, derivados de las tensiones existentes en los mercados financieros. De cara al futuro, se consideraba probable que en los próximos trimestres persistiera la debilidad económica mundial y el fuerte estancamiento de la demanda interna. De hecho, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, de diciembre del 2008, indicaban que las perspectivas se habían deteriorado significativamente. Se estimó que el crecimiento interanual del PIB real se situaría, entre el -1,0% y el 0,0% en el 2009, y entre el 0,5% y el 1,5% en el 2010. Estas cifras representaron una sustancial revisión a la baja con respecto a las proyecciones anteriores. Las perspectivas económicas siguieron rodeadas de un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, y los riesgos para el crecimiento económico se mantuvieron a la baja.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC se redujo sensiblemente, cayendo hasta el 2,1% en noviembre, desde el 3,2% de octubre y el 3,6% de septiembre. Se esperaba que las tasas de inflación continuaran descendiendo en los meses siguientes. Existía la posibilidad de que la intensificación y generalización de las turbulencias en los mercados financieros frenara la demanda mundial y de la zona del euro durante un período prolongado. En tales circunstancias, teniendo en cuenta las considerables reducciones observadas en los



precios de las materias primas durante los meses anteriores, se preveía que las presiones sobre los precios, los costes y los salarios también se moderaran. Las proyecciones de los expertos del Eurosistema de diciembre del 2008 indicaron que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría entre el 1,1% y el 1,7% en el 2009 y entre el 1,5% y el 2,1% en el 2010. En el caso del 2009, estas proyecciones supusieron una importante revisión a la baja con respecto a las proyecciones anteriores, principalmente como consecuencia de las fuertes caídas observadas en los precios de las materias primas y del impacto de la debilidad de la demanda. Se consideró que los riesgos para la estabilidad de precios a los horizontes de medio plazo relevantes para la política monetaria estaban más equilibrados que en el trimestre anterior.

Por lo que se refiere al análisis monetario, los datos disponibles hacia finales del 2008 mostraban que las tasas de crecimiento interanual del agregado amplio y de los agregados crediticios, aunque se mantenían altas, seguían descendiendo. La intensificación de las turbulencias observadas en los mercados financieros desde mediados de septiembre se había considerado un posible punto de inflexión en la evolución de la situación monetaria, pues los datos para octubre sobre el dinero y el crédito indicaban un impacto significativo en el comportamiento de los participantes en el mercado. Sin embargo, en noviembre se observaron algunas señales de recuperación de la pauta de la evolución monetaria anterior a la quiebra de Lehman Brothers. En general, el agregado monetaria M3 y, en particular, los componentes de M3 relacionados más estrechamente con las tensiones financieras existentes –como las participaciones en fondos del mercado monetario– mostraban una considerable volatilidad intermensual en los últimos meses del 2008. Más allá de esta volatilidad, el ritmo subyacente de crecimiento del agregado monetario amplio continuó descendiendo gradualmente desde el máximo registrado en el 2007. Sin embargo, la intensificación de las tensiones financieras que se había observado desde septiembre del 2008

dio lugar a una importante sustitución entre los componentes de M3. El análisis monetario también indicaba la continuada moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero. Con anterioridad a diciembre, esta moderación tenía principalmente su origen en la debilidad de los préstamos a hogares, especialmente para adquisición de vivienda, pero hacia finales de año también se observó un descenso en la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras. La falta de dinamismo de los préstamos parece reflejar, fundamentalmente, la desaceleración de la actividad económica real, aunque la encuesta de préstamos bancarios del Eurosistema sugiere que también podrían haber intervenido factores por el lado de la oferta. La elevada tensión en el sistema financiero siguió haciéndose patente en los datos monetarios disponibles hacia finales de año. En general, las tendencias monetarias respaldaban la opinión de que las presiones inflacionistas seguían debilitándose.

Las revisiones de las perspectivas de la actividad económica y, por lo tanto, también de la inflación justificaban una significativa relajación de la política monetaria. Sobre la base de sus análisis económicos y monetarios regulares, el Consejo de Gobierno decidió en su reunión del 6 de noviembre reducir los tipos de interés oficiales del BCE otros 50 puntos básicos, en consonancia con el descenso de los riesgos al alza para la estabilidad de precios derivado de la materialización de los riesgos a la baja para el crecimiento. En su reunión del 4 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tipos de interés oficiales otros 75 puntos básicos. La evidencia obtenida desde su última reunión mostraba que las presiones inflacionistas se habían debilitado aún más, y se esperaba que en el futuro las tasas de inflación fueran acordes con la estabilidad de precios en el horizonte relevante para la política monetaria.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

### 2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

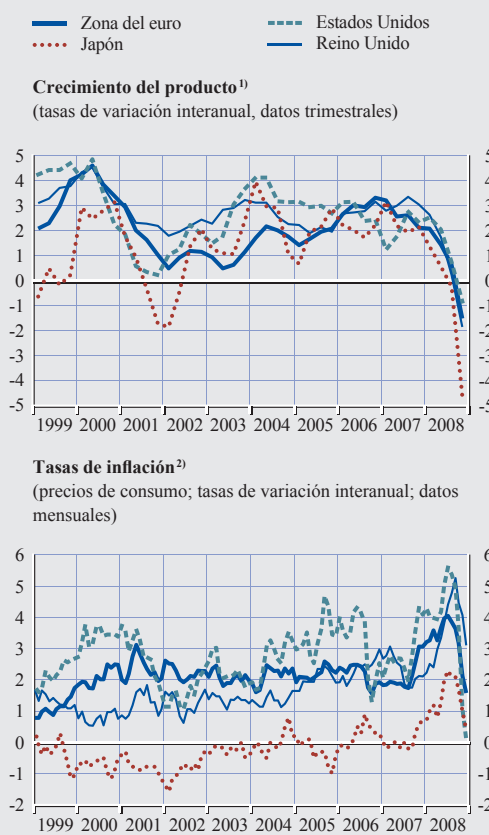
#### REPERCUSIONES DE LAS TURBULENCIAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

En el 2008, las turbulencias en los mercados financieros se intensificaron y alcanzaron niveles sin precedentes en varias décadas, lo que tuvo graves consecuencias para la economía real en la última parte del año. En el primer semestre, la debilidad de la economía estadounidense se extendió más allá del sector inmobiliario, y las repercusiones a escala mundial de las turbulencias financieras se tradujeron en una desaceleración del crecimiento económico en las principales economías industrializadas. En general, la capacidad de resistencia que mostraron los mercados emergentes pudo seguir sosteniendo relativamente bien la actividad económica mundial. Sin embargo, a partir de mediados de septiembre, cuando la crisis financiera desembocó en la caída de uno de los grandes bancos de inversiones de Estados Unidos y la evidencia de la situación extrema de varios de los principales agentes del sistema financiero internacional, se intensificaron los problemas que se cernían sobre la actividad económica. Las condiciones económicas se deterioraron rápidamente con la caída de la confianza de consumidores y empresas, el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito a escala mundial y los negativos efectos que, sobre la riqueza, tuvo el descenso de los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles. Aunque tanto los gobiernos como los bancos centrales de todo el mundo adoptaron medidas importantes y sin precedentes para limitar los riesgos sistémicos y restituir la estabilidad financiera, las turbulencias que afectaron a los mercados financieros dieron lugar a una sincronización creciente de la desaceleración a nivel mundial, lo que intensificó los efectos negativos de realimentación entre la crisis financiera y la actividad económica real. Hacia finales de año, la mayoría de las economías industrializadas se encontraban ya en recesión o a punto de entrar en ella. Además, la debilidad económica comenzó a propagarse de forma más rápida a las economías emergentes. La situación económica

se deterioró rápidamente, en particular, en los países que registraban grandes desequilibrios externos e internos, y en las pequeñas economías abiertas el crecimiento económico se moderó significativamente en un período muy corto.

Las acusadas fluctuaciones de los precios de las materias primas y la situación económica mundial afectaron notablemente a la evolución de la inflación a escala internacional. En el primer semestre del año se intensificaron las presiones inflacionistas. En los países de la OCDE, la inflación general alcanzó un máximo del 4,8% en julio del 2008, debido, principalmente, a la subida de los precios de la energía y los

**Gráfico 2a 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.

alimentos. El 11 de julio de 2008, los precios del Brent se dispararon hasta alcanzar un nivel récord de 147,5 dólares estadounidenses el barril. Las economías emergentes, dado el mayor peso de los alimentos en su cesta de consumo, experimentaron presiones inflacionistas incluso más intensas. Sin embargo, en el segundo semestre del año, los precios de las materias primas registraron un fuerte retroceso, asociado a la desaceleración de la economía mundial, que moderó significativamente las tasas de inflación mundiales. Los precios del petróleo cayeron en picado en el segundo semestre y al finalizar el año 2008 se situaban cerca de los 40 dólares el barril. Por consiguiente, tras superar el máximo de julio, la tasa de inflación interanual se redujo, en los países de la OCDE, hasta el 1,5% en diciembre. Excluidos la energía y los alimentos, los precios de consumo aumentaron un 2% en el año transcurrido hasta diciembre.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica experimentó una acusada desaceleración en el 2008. El PIB creció en este año a una tasa del 1,1%. Si bien en la primera mitad del año se registró un crecimiento positivo, debido en parte a las medidas transitorias de estímulo fiscal y al respaldo del comercio exterior, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, las restrictivas condiciones de concesión de crédito y el debilitamiento de la demanda exterior contribuyeron a una definitiva contracción del producto durante el segundo semestre del 2008. El consumo privado se vio afectado negativamente por el deterioro de la confianza de los consumidores y la situación del mercado de trabajo, a lo que hay que sumar la reducción de la riqueza de los hogares, debido a la caída de los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles. Al mismo tiempo, la inversión empresarial se debilitó en un clima de descenso de los beneficios empresariales, endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y deterioro de las perspectivas de la demanda. La corrección en curso en el mercado de la vivienda – intensificada por las turbulencias financieras – siguió siendo un importante lastre para la economía, y la inversión

residencial restó 0,9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el 2008. El comercio exterior fue uno de los principales factores que contribuyeron al crecimiento durante la mayor parte del 2008, como consecuencia del auge de la demanda exterior en los primeros meses del año y de los efectos retardados de la depreciación previa del dólar estadounidense. No obstante, el efecto positivo del comercio se desvaneció hacia finales de año, en la medida en que la acusada desaceleración económica que sufrieron varios socios comerciales de Estados Unidos afectó a la demanda exterior y a las exportaciones. No obstante, el déficit de la balanza por cuenta corriente se redujo desde el 5,3% del PIB en el 2007 hasta un 5%, en promedio, en los tres primeros trimestres del 2008, aunque esta mejora se vio limitada, en cierta medida, por la subida del precio del petróleo y de otras materias primas durante la mayor parte de ese período, que, en promedio, impulsó al alza las importaciones nominales de bienes en relación con el año anterior.

Por lo que respecta a la evolución de los precios en Estados Unidos, la tasa media de variación interanual del IPC fue del 3,8% en 2008, frente al 2,9% del año anterior. La inflación general osciló dentro de un intervalo más amplio de lo habitual como consecuencia de la volatilidad de los precios del petróleo y de otras materias primas. La inflación medida por el IPC se situó en niveles elevados durante el primer semestre del 2008 y alcanzó un máximo del 5,6% en julio en un contexto de rápido incremento de los costes de la energía. Hacia finales del año, la tasa de variación interanual del IPC experimentó una fuerte caída, hasta situarse en el 0,1% en diciembre, debido a los rápidos descensos de los precios de las materias primas y al aumento de la capacidad ociosa en la economía a medida que se acentuaba la recesión. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se situó en el 2,3% en el 2008 (la misma que en el 2007). La tendencia descendente observada durante la mayor parte del año reflejó, en cierta medida, una desaceleración del componente de alquileres imputados a los propietarios de vivienda.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal redujo el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales desde el 4,25% a comienzos del 2008 hasta una banda de 0 a 0,25% a finales del año. En la reunión celebrada en diciembre del 2008, el Comité anticipaba que la fragilidad de la situación económica probablemente justificaría mantener el tipo de interés oficial en niveles excepcionalmente bajos durante algún tiempo. El Comité puso en marcha una serie de programas encaminados específicamente a aumentar la liquidez y brindar apoyo a los mercados financieros en vista del deterioro de la situación.

Por lo que se refiere a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal aumentó en el ejercicio 2008 (que comenzó en octubre del 2007) en comparación con el ejercicio anterior. El aumento tuvo su origen en la combinación de dos factores: una caída de los ingresos tributarios atribuible a la desaceleración de la economía y un incremento del gasto público, como consecuencia, en parte, de la aplicación de las medidas de estímulo fiscal. Según estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso, el déficit del presupuesto federal ascendió al 3,2% en el ejercicio 2008.

## JAPÓN

En Japón, la expansión económica llegó bruscamente a su fin en el 2008, con el acusado descenso de la producción total que siguió al crecimiento ligeramente positivo registrado en el primer trimestre. La fortaleza de la demanda exterior y de la inversión interna respaldaron el crecimiento del PIB real en el primer trimestre. No obstante, los notables descensos de la demanda exterior neta y de la inversión empresarial – que habían sido la fuerza impulsora de la recuperación en los años anteriores – y la reducción del consumo, como consecuencia de la incertidumbre imperante en el mercado de trabajo y de la caída de las rentas reales, contrarrestaron el crecimiento positivo del primer trimestre y se tradujeron en tasas negativas de crecimiento del PIB durante el resto del año. La inflación medida por los precios de

consumo registró un considerable aumento en el primer semestre del año, alcanzando un máximo del 2,3% en julio, aunque se redujo hasta el 0,4% en diciembre. Aunque el sector bancario japonés siguió mostrando una relativa capacidad de resistencia frente a las turbulencias de los mercados financieros mundiales, las notables pérdidas registradas en los mercados bursátiles y la intensificación de las turbulencias financieras afectaron negativamente a la inversión empresarial y al consumo en el segundo semestre. La fuerte apreciación del yen japonés en términos efectivos se tradujo en presiones adicionales a la baja sobre la rentabilidad y la inversión en los sectores orientados a la exportación. En vista del rápido deterioro de la situación económica, el Banco de Japón decidió rebajar el objetivo del tipo de interés a un día de los préstamos sin garantía en un total de 40 puntos básicos, hasta el 0,1%, en sus reuniones de 31 de octubre y 19 de diciembre de 2008, tras haberlo mantenido sin variación desde febrero del 2007.

## ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En el transcurso del 2008, la actividad económica experimentó una gradual ralentización en las economías emergentes de Asia. En un contexto de intensificación de la desaceleración de la economía y de endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial, el crecimiento de las exportaciones se redujo de forma acusada en el segundo semestre del año, especialmente en las pequeñas economías abiertas como Singapur, la provincia china de Taiwán y la R.A.E. de Hong Kong. La desaceleración general de la actividad económica también estuvo determinada por un debilitamiento de la demanda interna como consecuencia del deterioro de la confianza de consumidores y empresas y de la caída de la inversión en el sector inmobiliario.

La subida de los precios de las materias primas y los alimentos hizo que la inflación medida por los precios de consumo aumentase en muchos países en el primer semestre del año. En algunos países, esto dio lugar a una erosión del poder adquisitivo de los consumidores y a un cierto debilitamiento del gasto en consumo. No obstante, las presiones

inflacionistas comenzaron a remitir en el segundo semestre del año como consecuencia de un significativo descenso de los precios del petróleo y de los productos alimenticios. Dados los resultados macroeconómicos relativamente sólidos y la limitada exposición directa de estos países a los instrumentos derivados vinculados a las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), los efectos de contagio asociados a las turbulencias financieras sobre la actividad económica fueron escasos hasta mediados de septiembre. Sin embargo, desde entonces, el brusco cambio de actitud respecto a la aversión al riesgo y el fuerte nivel de desapalancamiento a escala mundial han inducido un significativo incremento del volumen de liquidaciones en los mercados bursátiles y una pronunciada depreciación de las monedas nacionales de la mayoría de las economías de la región. En cuanto a la volatilidad de los mercados financieros, ha variado de unos países a otros. El impacto en China fue menor debido a que el sistema financiero chino es relativamente cerrado y está menos desarrollado mientras que en Corea y en Indonesia la volatilidad de los mercados financieros fue más acusada en un clima de inquietud por el elevado nivel de la deuda interna y por la caída de los precios de las materias primas, respectivamente.

Por lo que se refiere a la economía china, el crecimiento del PIB real se redujo desde el 13% observado en el 2007 hasta el 9% en el 2008. La desaceleración económica estuvo determinada por factores tanto externos como internos. Como resultado del superávit comercial y de la afluencia de capital inducida por la expectativas de una apreciación sostenida del tipo de cambio y el mantenimiento de un diferencial de tipos de interés positivo hasta septiembre del 2008, las reservas exteriores siguieron aumentando y, en el 2008, ascendían a 1,9 billones de dólares estadounidenses. La inflación medida por los precios de consumo alcanzó un máximo del 8,7% en febrero pero después se redujo notablemente al estabilizarse los precios internos de los alimentos. En septiembre, cuando la inflación ya había retrocedido y se estaba intensificando la crisis financiera mundial, las autoridades chinas cambiaron de política

adoptando medidas encaminadas a estimular el crecimiento económico. El Banco Central de la República Popular China comenzó a aplicar una política monetaria menos restrictiva recortando cuatro y cinco veces, respectivamente, los tipos de interés de referencia de los depósitos y los préstamos a un año, por un total de 216 y 189 puntos básicos, y rebajando el coeficiente de reservas obligatorias en una banda de 200 a 400 puntos básicos en función de la entidad en cuestión. Además, en el cuarto trimestre, se frenó el ritmo sostenido de apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense.

## AMÉRICA LATINA

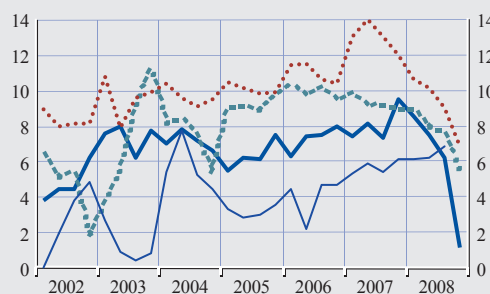
América Latina registró un sólido crecimiento en el primer semestre del 2008 (alrededor del

**Gráfico 2b Indicadores económicos de las principales economías emergentes**

Rusia India  
China Brasil

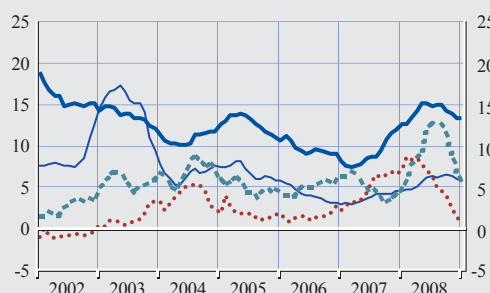
### Crecimiento del producto

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### Tasas de inflación

(precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

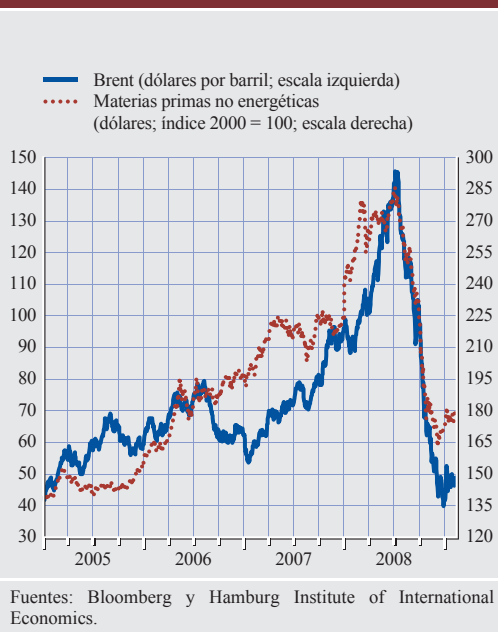


5% en América del Sur, pero sólo un 2,1% en México), mientras que las presiones inflacionistas fueron elevadas y aumentaron a lo largo del año, situándose las tasas de inflación de la región en un 8,7% en el 2008, frente al 6,1% observado en el 2007. Los países con tipos de cambio fijos o casi fijos registraron tasas de inflación más altas que los países con regímenes de objetivos directos de inflación. Unas variables macroeconómicas más sólidas, los elevados precios de las materias primas y una demanda interna vigorosa son factores que siguieron respaldando las perspectivas económicas en el primer semestre del 2008, pero que también dieron lugar a una intensificación de las presiones inflacionistas. Sin embargo, a partir de mediados de septiembre del 2008, las condiciones de financiación externa se deterioraron a medida que la crisis financiera ganaba en intensidad. En particular, los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito sobre la deuda soberana de América Latina aumentaron considerablemente, sobre todo en Argentina y Venezuela (en torno a 4.000 y 3.000 puntos básicos, respectivamente, a finales del año). Además, las monedas se depreciaron frente al dólar estadounidense, los mercados bursátiles experimentaron una caída significativa de alrededor del 50% a lo largo del año y comenzaron a observarse problemas de liquidez –que afectaron particularmente a Brasil y a México– a medida que la región registraba importantes salidas de capital.

### ACUSADAS CAÍDAS DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN EL SEGUNDO SEMESTRE DEL 2008

La evolución de los precios de las materias primas fue objeto de considerable atención durante el 2008. En el primer semestre del año, los precios del petróleo siguieron aumentando a un ritmo cada vez más rápido y, el 11 de julio, el precio del barril de Brent alcanzó un máximo de 147,5 dólares estadounidenses (véase gráfico 3). A partir de entonces, los precios comenzaron a descender y la tendencia a la baja se vio exacerbada por las turbulencias que afectaron a los mercados financieros. A finales del 2008, los precios se situaban en 39,5 dólares el barril. Medidos en euros, esta cifra corresponde, aproximadamente, al nivel registrado en

**Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas**



diciembre del 2004. Para el conjunto del año, el precio medio del barril de Brent fue de 98,3 dólares, es decir, un 35% más alto que la media del año anterior.

El primer semestre del año se caracterizó por la agudización de las tensiones en los mercados. Por el lado de la oferta, las cifras de producción de los países no pertenecientes a la OPEP se situaron, en repetidas ocasiones, por debajo de las expectativas. Esta situación obligó a la OPEP a incrementar su propia producción para responder a la demanda. Esto, a su vez, hizo que la capacidad no utilizada en los países miembros de la OPEP fuera excepcionalmente baja, lo que intensificó la preocupación ante posibles interrupciones del abastecimiento debido a la situación geopolítica. Por otra parte, la demanda siguió creciendo vigorosamente. Si bien la subida de los precios hizo que la demanda se moderase en los países de la OCDE, no sucedió lo mismo en las economías emergentes, en las que las importaciones de petróleo fueron dinámicas como consecuencia del sólido crecimiento económico y de las subvenciones públicas. En este contexto, los países de la

OCDE vieron reducirse sus existencias al tiempo que los precios reaccionaban con extrema sensibilidad ante cualquier información o rumor que apuntase a unas perspectivas más sombrías respecto a los márgenes entre oferta y demanda.

A mediados de julio, las existencias en Estados Unidos comenzaron a aumentar de forma anticíclica, lo que provocó la consiguiente corrección de los precios. La caída se vio exacerbada por las turbulencias en los mercados financieros y su impacto en las perspectivas de la economía mundial, lo que dio lugar a una fuerte revisión a la baja de las proyecciones de la demanda, incluso para las economías emergentes. En este contexto, los intentos de la OPEP por estabilizar los precios mediante dos recortes considerables de la oferta no sirvieron para frenar la caída de los precios, al menos en el corto plazo.

Los precios de las materias primas no energéticas también fueron sumamente volátiles durante todo el año (véase gráfico 3). El índice registró una fuerte subida en el primer trimestre del 2008, debido, principalmente, a la evolución de las materias primas agrícolas y, a partir de entonces, osciló en un rango cercano. A la caída de los precios de la energía siguió un descenso de los precios de las materias primas no energéticas, mientras que las turbulencias en los mercados financieros afectaban especialmente a los precios de los metales. En términos agregados, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) aumentaron en promedio un 14%, aproximadamente, en el 2008 en comparación con el año anterior.

## 2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### MODERACIÓN DE LA TASA SUBYACENTE DE CRECIMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIO DURANTE EL AÑO, AUNQUE SE MANTUVO VIGOROSA

Tras alcanzar un máximo en el cuarto trimestre del 2007, la tasa subyacente de crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito de la zona del euro se moderó a lo largo del 2008. Esta evolución quedó reflejada en el descenso de

las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado, que en diciembre del 2008 disminuyeron hasta el 7,3% y el 5,8%, respectivamente, considerablemente por debajo del 11,5% y el 11,2% del año anterior (véase gráfico 4).

Aunque el crecimiento de M3 se moderó de forma continuada en el 2008, siguió siendo vigoroso. Esto se debió, en parte, al efecto estimulante del relativo aplanamiento de la curva de rendimientos de la zona del euro, que propició desplazamientos desde activos a más largo plazo hacia instrumentos monetarios a corto plazo (principalmente depósitos a plazo de las IFM) que ofrecían remuneraciones similares pero menor riesgo. Es poco probable que estos efectos continúen cuando la pendiente de la curva se normalice. No obstante, si se toman en consideración estos y otros efectos de carácter temporal en un amplio análisis de los datos monetarios, la tasa tendencial de expansión del agregado monetario amplio mantuvo su solidez al final del año, como quedó reflejado, por ejemplo, en el fuerte crecimiento de los depósitos de los hogares

**Gráfico 4 M3 y préstamos al sector privado**

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



Fuente: BCE.



La moderación del crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito en el 2008 fue atribuible, en gran medida, al impacto de las anteriores subidas de los tipos de interés, a unas condiciones de financiación más restrictivas en general y a la desaceleración de la actividad económica. Aunque, en ocasiones, las tensiones financieras afectaron considerablemente a los componentes y a las contrapartidas de M3 más estrechamente relacionados con la naturaleza de las turbulencias (es decir, las participaciones en fondos del mercado monetario), en líneas generales, las perturbaciones financieras no provocaron interrupciones bruscas en la tendencia a la moderación de la expansión del agregado monetario amplio y del crédito. No obstante, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosystema indican que durante el año se produjo un endurecimiento progresivo de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito. En el recuadro 1 figura un análisis más detallado del impacto de las turbulencias financieras sobre el análisis monetario a escala de la zona del euro.

#### **LA INTENSIFICACIÓN DE LAS TENSIONES FINANCIERAS A MEDIADOS DE SEPTIEMBRE AFECTÓ A LA EVOLUCIÓN MONETARIA**

La evolución de los mercados financieros tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre provocó cambios en el comportamiento del sector bancario y del sector tenedor de dinero. Dada la posibilidad de que la intensificación de las turbulencias financieras cause un impacto en los precios de los activos, en la riqueza, en las instituciones financieras y en la confianza, es probable que el balance de las IFM resulte afectado de diversas maneras y con distintos grados de intensidad y

desfases. Por ejemplo, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros podría dar lugar a desplazamientos de cartera, tanto entre activos monetarios y no monetarios como entre instrumentos monetarios individuales, por lo que el impacto global resulta difícil de prever.

Los datos disponibles hasta diciembre del 2008 señalan que la agudización de las tensiones financieras provocó considerables desplazamientos entre los diversos componentes del agregado monetario amplio. Por ejemplo, los flujos de entrada en M1 aumentaron sustancialmente en septiembre y octubre, reflejando la mayor preferencia por activos líquidos en un entorno de incertidumbre financiera (también en lo que respecta a la fortaleza del sector bancario), provocando una corrección de la tendencia general a la baja del crecimiento de M1. No obstante, el impacto global sobre M3 fue relativamente reducido, particularmente si se mira más allá de la volatilidad intermensual. Además, aunque las entidades de crédito tuvieron que recurrir a mecanismos de financiación diferentes (como quedó reflejado en sus emisiones de valores distintos de acciones), existen escasos indicios de que a partir de mediados de septiembre se produjera una interrupción brusca de la oferta de préstamos bancarios que implicara la paralización de los préstamos al sector privado no financiero, si bien la evolución monetaria sí ha experimentado una moderación desde entonces. Con todo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosystema apuntan a un endurecimiento progresivo de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos.

## Recuadro I

### IMPACTO DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

Las tensiones financieras que se iniciaron en agosto del 2007 han tenido un profundo impacto en la evolución a más corto plazo de algunas partidas del balance de las IFM, que ha dado lugar, en varios casos, a un notable aumento de la volatilidad y a cambios en la dirección del crecimiento. A continuación, se examinan algunos ejemplos de esos efectos visibles en diferentes fases del período de tensiones. Como puntos de referencia se utilizan tres grandes fases: la fase en la que comenzaron las tensiones, que abarca desde agosto del 2007 hasta febrero del 2008 (incluida la incertidumbre observada a finales del 2007), la comprendida entre marzo del 2008 y mediados de septiembre de ese año y el período transcurrido a partir de mediados de septiembre del 2008, en el que se intensificaron las tensiones.

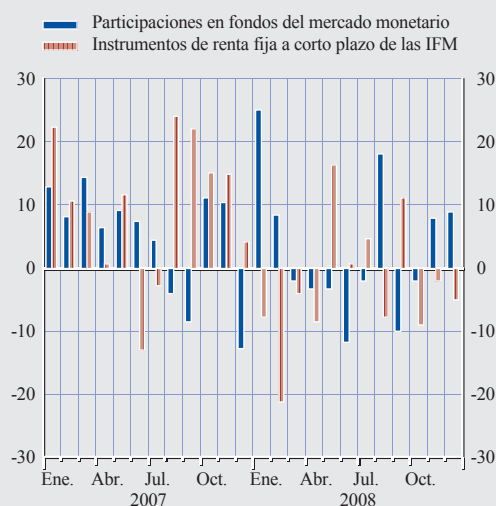
#### Efectos visibles en los componentes de M3

Un ejemplo del impacto evidente de las tensiones financieras sobre los componentes del agregado monetario M3 es su efecto sobre instrumentos negociables como las participaciones en fondos del mercado monetario o los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. Ha aumentado la volatilidad de las entradas o las salidas mensuales en estos instrumentos, si bien se distinguen períodos diferenciados de salidas y de entradas (véase gráfico A). Este aumento de la volatilidad ha coincidido con caídas sustanciales de las tasas de crecimiento interanual de estos instrumentos.

El aumento de la incertidumbre observado en la primera fase de las tensiones se reflejó en las considerables salidas de fondos del mercado monetario al comienzo mismo de las tensiones en agosto del 2007 y, de nuevo, en diciembre de ese año, motivadas por el temor suscitado por la exposición de algunos fondos del mercado monetario de la zona del euro a los bonos de titulización de activos. No obstante, estas salidas parecen haberse revertido en los meses posteriores, siendo el repunte observado en enero del 2008 la mayor entrada registrada desde el inicio de la Unión Monetaria. En la segunda fase, los flujos mensuales fueron, en su mayoría, negativos pero de poca cuantía, y las salidas acumuladas se compensaron más o menos con una fuerte entrada en agosto, justamente antes de que intensificaran las tensiones. En la tercera fase, se registraron salidas en septiembre y octubre que, a diferencia de las registradas en la primera fase, tuvieron su origen en un aumento de la aversión al riesgo respecto a los fondos del mercado monetario a mayor escala, provocada por la quiebra de Lehman Brothers y las pérdidas en que incurrieron los fondos del mercado monetario de Estados Unidos que invertían en sus pagarés de empresa.

**Gráfico A Flujos mensuales de entrada o salida de participaciones en fondos del mercado monetario y de instrumentos de renta fija a corto plazo de las IFM**

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



Fuente: BCE.

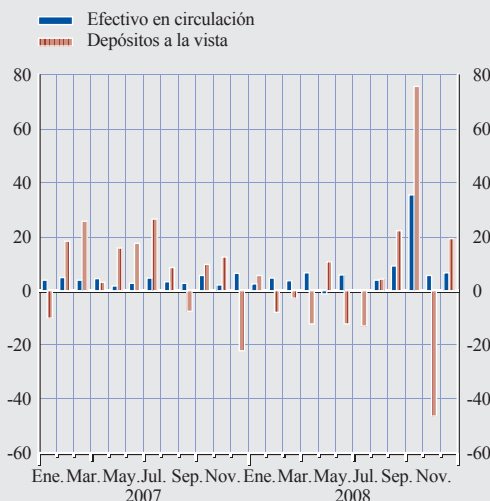
La situación se vio exacerbada por el hecho de que la actuación de las entidades de crédito en materia de financiación hizo que se reencauzaran recursos desde los fondos del mercado monetario hacia depósitos bancarios favorablemente remunerados. Sin embargo, en los dos últimos meses del 2008, pese al hecho de que los fondos del mercado monetario no quedaban cubiertos por los anuncios de mejoras en los sistemas de garantía de depósitos por las autoridades, se registraron de nuevo flujos positivos, de lo que se deduce que los temores de los residentes en la zona del euro respecto a la posible quiebra de dichos fondos se han ido disipando.

La evolución de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos hasta dos años fue, hasta cierto punto, un reflejo de la que tuvieron los fondos del mercado monetario, lo que significa que el efecto global sobre la evolución a más corto plazo de los agregados monetarios más amplios fue limitada. La explicación quizá radique en la atractiva remuneración de los valores distintos de acciones a corto plazo, que podría haber inducido a los inversores institucionales, en particular, a mantener en un principio este tipo de valores como sustitutos de las participaciones en fondos del mercado monetario, al considerarse que estas últimas estaban expuestas al riesgo de crédito de contraparte. En la segunda fase, la percepción del riesgo de crédito de contraparte se desplazó gradualmente a las entidades de crédito y tendió a impulsar a los tenedores de dinero a adquirir una cantidad mucho menor de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. En la tercera fase, si bien se produjo una fuerte entrada en valores distintos de acciones en septiembre, los flujos mensuales se tornaron negativos en los tres últimos meses del 2008, como consecuencia, en cifras netas, de la renuencia del sector de tenedores de dinero a adquirir este tipo de instrumentos.

A diferencia de lo ocurrido con los instrumentos negociables, el impacto visible en otros componentes de M3 ha sido escaso. El impacto sobre M1 sólo se apreció en la tercera fase de la crisis, cuando el impago de Lehman Brothers desencadenó temores más generalizados respecto a la estabilidad de los sistemas bancarios e hizo que se produjeran considerables retiradas de efectivo de las entidades de crédito de la zona del euro (véase gráfico B). En octubre del 2008, el efectivo en circulación se cifraba en torno a 35 mm de euros más que en los meses precedentes. Los flujos se normalizaron de nuevo en noviembre y diciembre, aunque el aumento de octubre no se corrigió, de lo que se deduce que el notable porcentaje de efectivo adicional en circulación podría reflejar, en gran medida, una demanda por parte de no residentes. Un comportamiento similar se observó en los depósitos a la vista, que registraron fuertes entradas en octubre, cuando el alto grado de incertidumbre impulsó a los tenedores de dinero a mantener sus fondos en depósitos de gran liquidez. A este respecto, los depósitos a la vista se han utilizado de forma transitoria para aparcar recursos transferidos de otros tipos de depósitos o recibidos tras la venta de valores distintos de acciones a largo

**Gráfico B Flujos mensuales de entrada o salida de efectivo en circulación y depósitos a la vista**

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



Fuente: BCE.

plazo y acciones. Estas entradas se revirtieron en noviembre, en consonancia con las medidas anunciadas por los gobiernos para respaldar el sistema bancario y, por ende, con la remuneración esperada a la hora de asignar los recursos. En diciembre se registraron nuevas entradas, aunque éstas podrían ser simplemente indicativa del deseo de los tenedores de dinero y, en particular, de los intermediarios financieros distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, de mantener activos líquidos a finales del año.

### Efectos visibles en las contrapartidas de M3

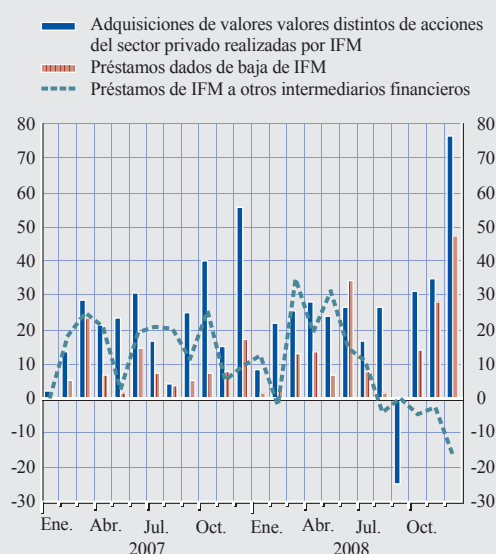
Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, la dinámica del crédito total al sector privado no varió sustancialmente como consecuencia de las tensiones financieras. Sin embargo, se produjeron cambios más visibles a niveles más desagregados.

En concreto, el flujo de préstamos a otros intermediarios financieros fue intenso en la primera fase de las tensiones, por el hecho de que las sociedades vehiculares creadas por los bancos y clasificadas como otros intermediarios financieros, enfrentadas a una creciente renuencia a financiarlas por parte de los inversores, recurrieron a las líneas de crédito otorgadas por los bancos patrocinadores (véase gráfico C). El flujo siguió siendo considerable durante la mayor parte de la segunda fase; sin embargo, es probable que esta situación reflejase cada vez más la necesidad a corto plazo de financiación y de liquidez por parte de los fondos de inversión. Mientras que, durante la primera etapa, las IFM proporcionaron financiación a las sociedades vehiculares incluidas en el sector de otros intermediarios financieros directamente a través de préstamos, en la segunda fase lo hicieron comprando los valores distintos de acciones de dichas sociedades. Esto se produjo, cada vez más, en forma de «operaciones de titulización retenidas», en virtud de las cuales, las IFM vendieron parte de su cartera de préstamos a fondos de titulización y recompraron los valores subyacentes a fin de utilizarlos como garantía en las operaciones del Eurosistema. En consecuencia, se produjo una reducción de la contribución de los préstamos y un correspondiente aumento de la contribución de los valores distintos de acciones a la expansión del crédito total de las IFM. En la tercera fase de las tensiones, las operaciones de titulización retenidas y su impacto en el balance de las IFM cobraron incluso mayor importancia, en la medida en que las IFM utilizaron, cada vez más, los valores distintos de acciones para obtener liquidez del Eurosistema. Al mismo tiempo, los préstamos a los otros intermediarios financieros experimentaron un descenso, como resultado de la caída de la intermediación asociada a la desaceleración de la actividad real.

El gran número de operaciones de titulización, especialmente en la segunda y tercera fases de las tensiones, también afectó a la dinámica de los préstamos al sector privado (en particular, a los préstamos a los hogares), en la medida en que los préstamos titulizados dados de baja

**Gráfico C Flujos mensuales de préstamos a otros intermediarios financieros, valores distintos de acciones adquiridos por IFM y préstamos dados de baja de IFM**

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

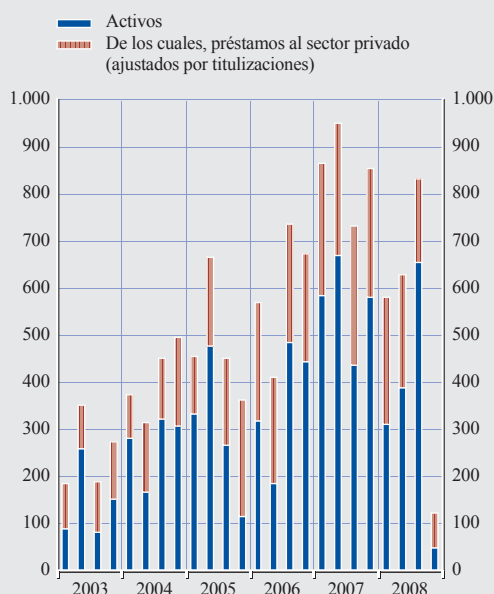


Fuente: BCE.

redujeron los flujos netos de préstamos por un importe de hasta 35 mm de euros al mes. En general, ello sugiere un descenso más acusado de la disponibilidad de financiación para el sector privado no financiero del que se registró en realidad. A pesar de la caída de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado, su contribución a las variaciones de los flujos de entrada y salida respecto a los activos totales de las IFM se ha mantenido, normalmente, estable. La volatilidad observada en los flujos de activos de las IFM se debió principalmente a los activos distintos de los préstamos al sector privado (véase gráfico D). No obstante, la situación cambió en los dos últimos meses del año, en los que se registró una salida de activos de las entidades de crédito, mientras que, en diciembre, los flujos de préstamos al sector privado – incluso una vez corregidos del efecto de las operaciones de titulización – fueron negativos. Ello podría explicarse por el mayor desapalancamiento realizado a finales de año para «retocar» los balances.

#### Gráfico D Tenencias de activos de las entidades de crédito y préstamos al sector privado

(flujos trimestrales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

#### Conclusiones

El período de tensiones financieras ha provocado considerables movimientos a corto plazo en algunos subcomponentes concretos de los agregados monetarios amplios y de los agregados crediticios. En consecuencia, ha resultado más difícil determinar las tendencias subyacentes de la evolución monetaria relevantes para la política pero, al mismo tiempo, se han podido apreciar con más detalle la situación del sector financiero y el acceso del sector no financiero a la financiación.

#### LA EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE M3 SE VIO PRINCIPALMENTE AFECTADA POR EL APLANAMIENTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS

En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó moderándose hasta el tercer trimestre del 2008, y en agosto se situó en el 0,2%, bastante por debajo de la tasa de alrededor del 6% del cuarto trimestre del 2007. Esta moderación estuvo principalmente impulsada por la evolución de los depósitos a la vista, en los que se observó en el tercer trimestre un flujo interanual negativo. En general, en el 2008, el crecimiento de M1 siguió estando

influenciado fundamentalmente por el efecto depresor resultante del incremento del coste de oportunidad de mantener instrumentos incluidos en M1, asociado a las subidas de los tipos de interés desde diciembre del 2005. Este efecto probablemente quedó compensado, en cierta medida, por el deseo de mantener instrumentos incluidos en el agregado monetario estrecho como colchón de seguridad, en el contexto de las turbulencias registradas en los mercados financieros. No obstante, a partir de mediados de septiembre, las tenencias de M1 parecieron cobrar cierto impulso tras la intensificación de las tensiones financieras (véase recuadro 2).

## Recuadro 2

### EVOLUCIÓN DEL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO EN EL CONTEXTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Las turbulencias financieras que comenzaron en agosto 2007 continuaron en el 2008 y se intensificaron en el otoño, dificultando considerablemente el funcionamiento del mercado monetario interbancario y la gestión de liquidez del Eurosistema. En este recuadro se describe la evolución de los principales segmentos del mercado monetario de la zona del euro en el 2008, se relaciona esta evolución con los factores determinantes de los mercados financieros internacionales y se explican las decisiones sobre gestión de la liquidez del Eurosistema en respuesta a las tensiones registradas.

#### Los orígenes de la crisis

En agosto del 2007, el sistema financiero mundial entró en un período de considerables turbulencias, provocadas fundamentalmente por el efecto del aumento de las tasas de morosidad en las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos sobre la valoración de una amplia variedad de bonos de titulización hipotecaria. La complejidad y la opacidad de estos productos estructurados y, en muchos casos, la falta de un precio de mercado para ellos, hicieron que resultaran difíciles de valorar, con consecuencias adversas para la evaluación de los balances totales de las entidades de crédito. Más concretamente, los inversores se alejaron de los bonos de titulización y de los pagarés de empresa titulizados (ABCP, en sus siglas en inglés) que financiaban los vehículos de inversión estructurada (SIV, en sus siglas en inglés) y otras sociedades vehiculares (*conduits*) que a su vez invertían en hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos. En consecuencia, las entidades de crédito tuvieron que afrontar el riesgo de tener que utilizar sus propios recursos o de emitir ABCP para refinanciar estos SIV y *conduits*. A medida que aumentó la preocupación de las entidades de crédito acerca de su liquidez y sus balances, se mostraron menos dispuestas a proporcionar financiación a estos vehículos. La complejidad y la opacidad de muchos de estos productos incrementó las reticencias de las entidades a participar en operaciones interbancarias, debido tanto a la incertidumbre acerca de la solvencia de sus posibles contrapartes como a la relativa a sus propias exposiciones (en lo que respecta al capital y la liquidez) en relación con los citados vehículos de inversión. En consecuencia, las entidades acumularon liquidez. La liquidez disminuyó en el mercado monetario interbancario, lo que, en particular, afectó negativamente al funcionamiento de los mercados de depósitos sin garantías a más largo plazo (debido a la preocupación de las entidades sobre la posible exposición al riesgo de sus contrapartes), los mercados de repos privados, los mercados de pagarés de empresa y los mercados de *swaps* de divisas.

Aunque se han realizado desde entonces considerables progresos en la identificación y la valoración de las exposiciones a valores complejos que se encuentran en el epicentro de las turbulencias en los mercados, todavía existe incertidumbre acerca de las pérdidas que en última instancia sufrirán los inversores y las instituciones financieras en todo el mundo. Por consiguiente, los mercados monetarios permanecieron bajo tensión en el 2007 y el 2008.



## La evolución de la crisis en el 2008

Al analizar la evolución de los mercados monetarios en el 2008 conviene dividir el año en cuatro períodos, concretamente el período comprendido entre enero y febrero, el transcurrido entre marzo y junio, un tercer período de junio a septiembre, y de septiembre en adelante. A continuación se describen, para cada uno de estos períodos, los acontecimientos que determinaron la evolución observada, las reacciones de los mercados y las medidas adoptadas por el BCE.

### El período comprendido entre enero y febrero del 2008

El primer período abarca los dos primeros meses del 2008, en los que no se produjeron acontecimientos que causaran distorsiones importantes en el mercado monetario de la zona del euro. No obstante, los mercados monetarios de depósitos sin garantías continuaron caracterizándose por su volatilidad, y sus tipos de interés cayeron, en general, desde los máximos observados al final del 2007, a medida que desaparecieron los efectos de fin de año (véase gráfico 9). La mayor parte de los tipos de interés de los depósitos con garantías se mantuvieron estables, ya que la política monetaria del BCE no se modificó. En consecuencia, el diferencial entre los tipos de interés con garantías y los tipos sin garantías del mercado monetario se redujo, en líneas generales (véase gráfico 10).

En el 2008, el BCE siguió poniendo de relieve la separación que mantiene entre las decisiones de política monetaria y la gestión de la liquidez necesaria para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. El BCE continuó con su política de adjudicar liquidez por encima del importe de referencia en las operaciones principales de financiación, al mismo tiempo que trataba de conseguir una situación equilibrada al final del período de mantenimiento. Además, el BCE amplió el plazo de vencimiento de sus operaciones incrementando los importes adjudicados en las operaciones de financiación a plazo más largo a expensas de las OPF, con el fin de suavizar las condiciones en los mercados monetarios de depósitos a plazo, y realizó operaciones de ajuste al final de los períodos de mantenimiento, con el fin de compensar los desequilibrios de liquidez. En general, el BCE aprovechó plenamente la flexibilidad proporcionada por su marco de gestión de la liquidez. Este marco se mantuvo sin modificaciones hasta septiembre. En consecuencia, el EONIA permaneció bastante próximo al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, aunque su evolución fue relativamente volátil (véase gráfico A).

**Gráfico A Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(en porcentaje; datos diarios)

- Diferencial entre el EONIA y el tipo mínimo de puja/tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación (escala derecha)
- ..... Tipo mínimo de puja/tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación (escala izquierda)
- - - Tipo marginal (escala izquierda)
- Tipo de depósito (escala izquierda)
- ..... Tipo de interés a un día (EONIA; escala izquierda)
- - - Tipo marginal de las operaciones principales de financiación (escala izquierda)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.



### **El período transcurrido entre marzo y junio del 2008**

El colapso de Bear Stearns – entre los bancos de inversión y sociedades de valores, uno de los más importantes – que se produjo a mediados de marzo, dio paso a un período de nuevas tensiones en los mercados, en un contexto de preocupación acerca de las constantes pérdidas de los bancos, de deterioro del entorno macroeconómico y de subidas de los precios del petróleo, que se prolongó hasta mediados de junio, aproximadamente. Durante ese período, los tipos de interés sin garantías del mercado monetario se incrementaron considerablemente, especialmente en los plazos más largos. Esta evolución reflejó, en parte, la intensificación de las tensiones en los mercados monetarios, particularmente para los plazos de vencimiento más largos, así como las mayores expectativas de los mercados en cuanto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales del BCE, que en esos momentos eran más pronunciadas para los últimos meses del 2008 y, por tanto, afectaron en mayor medida a los tipos de interés a más largo plazo. Los tipos de interés con garantías se mantuvieron estables, en líneas generales y, por consiguiente, el diferencial entre estos tipos y los tipos sin garantías volvió a estar determinado principalmente por la evolución de los tipos sin garantías. Durante este período se observó un aumento de la volatilidad del EONIA y una mayor necesidad de liquidez proporcionada por el Eurosistema, como indicaron los incrementos de los tipos de interés marginales de las operaciones principales de financiación. El hecho de que las medidas de liquidez del Eurosistema continuaran aplicándose contribuyó a satisfacer gran parte de estas necesidades.

### **El período comprendido entre junio y septiembre del 2008**

En general, el período comprendido entre mediados de junio y mediados de septiembre del 2008 fue un período de estabilidad en los mercados. Nuevos acontecimientos que afectaron a la estabilidad financiera de otras economías importantes (como la asunción del control por parte del Estado de Fannie Mae y Freddie Mac, empresas respaldadas por el Gobierno de Estados Unidos, el 7 de septiembre) no provocaron agitación alguna en los mercados monetarios. Aunque los mercados de depósitos sin garantías todavía estaban sometidos a tensiones, fueron más estables, mientras que en los mercados con garantías tendió a observarse un ligero aumento de los tipos de interés, en consonancia con la decisión del Consejo de Gobierno de incrementar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación hasta el 4,25% el 3 de julio. En consecuencia, el diferencial entre los tipos sin garantías a tres meses y los tipos con garantías al mismo plazo se estrechó, pero sin llegar a los reducidos niveles de enero y febrero. El EONIA registró bajos niveles de volatilidad entre julio y principios de septiembre, cuando las tensiones resurgieron antes de los acontecimientos que se produjeron a mediados de septiembre.

### **El período transcurrido desde septiembre del 2008**

A mediados de septiembre se inició un período más turbulento que afectó sensiblemente a la evolución de los mercados monetarios hasta el final del año. Las tensiones se recrudecieron hasta alcanzar niveles sin precedentes a mediados de septiembre cuando, en unos pocos días, los mercados asistieron a la venta de Merrill Lynch, a la quiebra de Lehman Brothers (dos de los cuatro bancos de inversión internacionales que quedaban), a la provisión de liquidez de emergencia a AIG (la empresa de seguros más importante de Estados Unidos) por parte del Gobierno estadounidense, y a la intervención de Washington Mutual, la mayor caja de ahorros de Estados Unidos, por parte de las autoridades reguladoras de la Reserva Federal. En octubre se notaron efectos de contagio más generalizados en la zona del euro, mientras que los mercados

monetarios se vieron afectados por las tensiones derivadas de la fuerte caída de los mercados de valores, en un entorno macroeconómico en deterioro.

Las tensiones en los mercados se intensificaron considerablemente y las primas de riesgo de crédito se incrementaron hasta alcanzar niveles superiores a los registrados durante el período de turbulencias financieras. Los tipos de interés sin garantías, especialmente a corto plazo, experimentaron un acusado ascenso a raíz de la quiebra de Lehmann Brothers y de los efectos de contagio que provocó en el sistema bancario de la zona del euro. La volatilidad implícita obtenida de los futuros del EURIBOR a tres meses, que disminuyó durante un largo período, de marzo a septiembre, aumentó drásticamente a mediados de septiembre, y alcanzó niveles sin precedentes en octubre (véase gráfico B).

El Eurosistema actuó con rapidez y determinación para responder a la aguda reintensificación de las turbulencias. El Consejo de Gobierno introdujo una serie de modificaciones temporales en su marco de gestión de la liquidez, con el objeto, en particular, de reforzar su función de prestamista de última instancia y tranquilizar a los mercados en lo que respecta a los riesgos de liquidez. Concretamente, el 8 de octubre, el Eurosistema tomó la decisión excepcional de realizar las operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al tipo central, y reducir de 200 a 100 puntos básicos la banda determinada por los tipos de interés de las facilidades permanentes en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (decisión que se anuló el 18 de diciembre, con efecto a partir del 21 de enero de 2009). Además, el 15 de octubre, el Eurosistema decidió mejorar la provisión de liquidez a de las operaciones de financiación a plazo más largo hasta el primer trimestre del 2009, así como ampliar el sistema de activos de garantía. Al mismo tiempo, los Gobiernos de la zona del euro adoptaron medidas coordinadas con el fin de respaldar la solvencia de las entidades de crédito.

En consecuencia, desde octubre del 2008, los tipos de interés sin garantías han vuelto a descender hasta situarse en niveles inferiores a los observados en los primeros meses del año. Estos descensos se vieron impulsados por las expectativas de los mercados de nuevos recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en los próximos meses. La volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses también tendió a disminuir, aunque se mantuvo en niveles mucho más elevados que los registrados antes de septiembre.

**Gráfico B Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2009**

(en porcentaje; puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La medida en puntos básicos se obtiene del producto de la volatilidad implícita en porcentaje y del tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual del BCE de mayo del 2002).

El diferencial entre los tipos de interés a tres meses del mercado monetario sin garantías y con garantías registró un aumento extraordinario y sin precedentes en las semanas que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers. Durante ese período, ambos tipos de interés se movieron en direcciones opuestas, ya que los tipos con garantías disminuyeron con rapidez en previsión de futuros recortes de los tipos de interés oficiales. El acusado descenso de los tipos de interés con garantías continuó desde finales de octubre hasta el final del año, una evolución acorde con las reducciones de los tipos de interés oficiales y con las expectativas de los mercados de nuevos recortes en el futuro. El hecho de que tanto los tipos de interés con garantías como los tipos sin garantías se redujeran desde finales de octubre hizo que el diferencial se mantuviera en niveles relativamente elevados y volátiles.

Por último, si se consideran los tipos de interés a muy corto plazo, las turbulencias experimentadas en el período comprendido entre septiembre y octubre incrementaron espectacularmente la demanda de liquidez de las entidades de crédito, como pone de evidencia el considerable diferencial que se produjo entre el tipo marginal y el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Esto condujo a que el Eurosistema proporcionara abundantes volúmenes de liquidez, lo que hizo que el EONIA tendiera a situarse por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Antes de la introducción del nuevo sistema, estas caídas se corregían al final de cada período de mantenimiento. Sin embargo, desde la introducción de las modificaciones, a mediados de octubre, y en noviembre, el EONIA tendió a mantenerse en niveles inferiores al tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación durante la mayor parte del período, en consonancia con la abundante liquidez proporcionada a los mercados.

En general, los mercados monetarios de la zona del euro mostraron un comportamiento relativamente volátil en el 2008 y tuvieron que afrontar considerables retos. En particular, en el cuarto trimestre del año, las tensiones en los mercados financieros se intensificaron considerablemente en comparación con el 2007, ya que una serie de perturbaciones de carácter adverso afectaron al sistema bancario y financiero. Al mismo tiempo, las condiciones macroeconómicas empeoraron de forma constante y añadieron una carga significativa a unos mercados financieros ya frágiles. En consecuencia, las tensiones registradas en los mercados monetarios en el cuarto trimestre del 2008 fueron mucho más intensas y causaron un impacto más duradero sobre los tipos de interés del mercado monetario. No obstante, el Eurosistema aumentó sus esfuerzos por asegurar que los participantes en el mercado tuvieran acceso a la liquidez, lo que, unido a las medidas adoptadas por los Gobiernos, contribuyó a evitar que el sector bancario continuara deteriorándose. A este respecto, a lo largo del año el BCE aprovechó al máximo la flexibilidad que le proporciona su marco de ejecución, y en sus comunicaciones siguió poniendo de relieve la importancia de separar las decisiones de política monetaria y la gestión de la política de liquidez, con el fin de garantizar el correcto funcionamiento de los mercados. La orientación de la política monetaria se centró en alcanzar el objetivo de estabilidad de precios, mientras que las medidas de gestión de la liquidez tuvieron por objeto respaldar la continuidad y el correcto funcionamiento de los mercados monetarios.

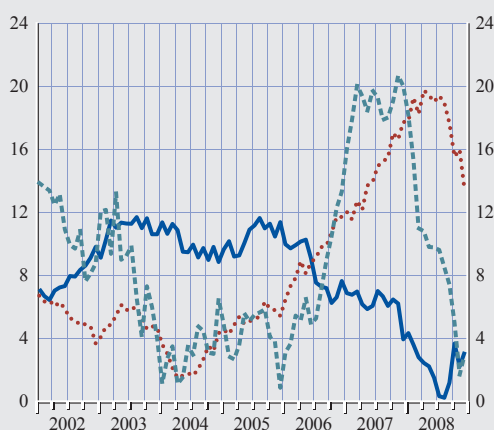
En el 2008, los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) siguieron siendo el componente más dinámico de M3. Sin embargo, tras un fortalecimiento sostenido que comenzó en torno a mediados del 2004 y que continuó, aunque a un ritmo más moderado, en el primer semestre del 2008, la

tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo durante el segundo semestre del año, y en diciembre cayó hasta el 13,3% (véase gráfico 5). La contribución de estos depósitos al crecimiento interanual de M3 continuó aumentando a lo largo del año 2008, y en el

**Gráfico 5 Principales componentes de M3**

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

- M1
- Otros depósitos a corto plazo (M2-M1)
- - - Instrumentos negociables (M3-M2)

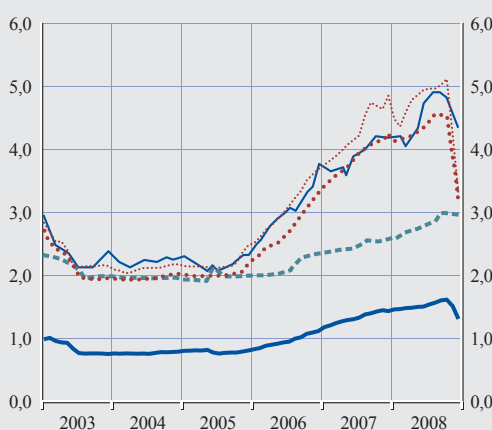


Fuente: BCE.

**Gráfico 6 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario**

(en porcentaje)

- Depósitos a la vista
- Depósitos a plazo hasta un año
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses
- Depósitos a plazo entre uno y dos años
- EURIBOR a tres meses



Fuente: BCE.

tercer trimestre fue de 7,4 puntos porcentuales, contrarrestando, en parte, las reducciones observadas en los demás componentes de M3. En el cuarto trimestre perdió impulso, en consonancia con la disminución de la tasa de crecimiento. No obstante, este pronunciado crecimiento oculta una evolución divergente de sus distintos subcomponentes, ya que las considerables entradas registradas en los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años), que se incrementaron a una tasa interanual de alrededor del 40% en el 2008, fueron acompañadas de una persistente disminución de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses que, en promedio, se redujeron más del 2% durante el año.

En general, hasta el cuarto trimestre del año, la remuneración de los depósitos a corto plazo siguió la subida de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Por lo tanto, el diferencial con respecto a la remuneración de los depósitos de ahorro a corto plazo y a la de los depósitos a la vista se amplió, ya que, en líneas generales, la remuneración de estos últimos se incrementó a

un ritmo más lento y moderado (véase gráfico 6). Esto favoreció desplazamientos dentro de M3, concretamente desde los depósitos de M1 y los depósitos de ahorro hacia los depósitos a plazo. Al mismo tiempo, con una curva de rendimientos relativamente plana, los depósitos a plazo hasta dos años ofrecen una remuneración similar a la de activos a más largo plazo. Como estos activos son menos líquidos y suelen conllevar más riesgo, una curva de rendimientos plana tiende a favorecer desplazamientos de fondos desde instrumentos no incluidos en M3 hacia activos monetarios. La intensificación de las tensiones financieras en el cuarto trimestre del año aumentó aún más el atractivo de los depósitos a plazo, ya que las entidades de crédito hicieron esfuerzos adicionales por captar ese tipo de depósitos en unos momentos en los que resultaba difícil obtener financiación en los mercados mayoristas y en los que se ampliaron las garantías de los depósitos.

Tras aumentar de modo sostenido en el 2007, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2)

se redujo considerablemente en el 2008, y en noviembre registró un mínimo del 1,7%, aunque posteriormente se recuperó ligeramente y en diciembre se situó en el 3%, desde el 20% de diciembre del 2007. La evolución de estos instrumentos fue resultado, principalmente, de los acusados descensos de las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario y de los valores distintos de acciones hasta dos años. En consecuencia, la contribución de los instrumentos negociables a la tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó, situándose en 0,6 puntos porcentuales en el cuarto trimestre del 2008, en comparación con 2,7 puntos porcentuales en el cuarto trimestre del 2007.

#### EL CRECIMIENTO DE LAS TENENCIAS DE EFECTIVO DE LOS HOGARES SE MANTUVO ELEVADO

La mayor agregación de componentes de M3 para la que se dispone de información fiable por sector tenedor está formada por los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares se situó en el 8,8% en diciembre del 2008 (véase gráfico 7), por lo que fue el sector que más contribuyó al crecimiento del agregado de depósitos de M3. La tendencia al alza

observada desde mediados del 2004 en la tasa de crecimiento del componente de los hogares continuó en el 2008, pese a mostrar signos de estabilización, en consonancia con el deterioro de la actividad económica. El persistente y pronunciado crecimiento de los depósitos de M3 de los hogares – el componente sectorial que recoge la mayor parte de los depósitos bancarios tradicionales, los menos afectados por la innovación financiera – respalda la valoración de que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio continuaba siendo elevado al final del 2008.

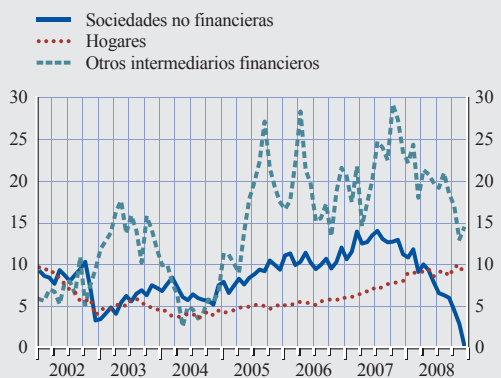
En cambio, tras moderarse a mediados del 2007 y descender ligeramente en el segundo semestre de ese año, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el 2008, y en diciembre se situó en el 0,3%, desde el 11,3% de finales del 2007. Esto puede reflejar el notable deterioro de los flujos de caja de las sociedades no financieras, dada la naturaleza cíclica de la demanda de dinero de este sector. También puede indicar que las sociedades no financieras utilizan sus flujos de caja para compensar la reducción del crecimiento de los préstamos. De igual modo, la tasa de crecimiento de los depósitos de M3 mantenidos por otros intermediarios financieros (OIF) mostró una elevada volatilidad en el 2008 y se redujo más de 5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 17,5%, en términos interanuales, en diciembre. No obstante, esta tasa se mantuvo considerablemente por encima de la observada en otros sectores. Es probable que esto se deba al hecho de que, dado el actual entorno financiero, los fondos de inversión necesitaron mantener reservas de liquidez con el fin de atender posibles solicitudes de reembolso de participaciones. Estas reservas pueden haberse visto también incrementadas por los préstamos de las IFM matrices.

#### MODERACIÓN DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

Tras fortalecerse en el 2007, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a residentes en la zona del euro se

**Gráfico 7 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, excluidos el Eurosistema y la Administración Central.

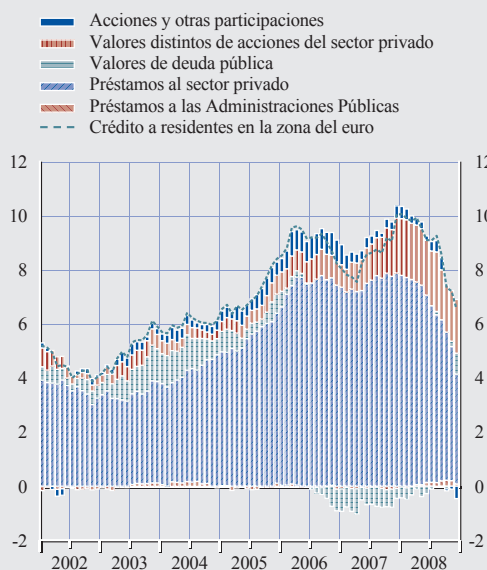
redujo en el 2008, desde el 10,1% registrado en diciembre del 2007 hasta el 6,5% de diciembre del 2008 (véase gráfico 8). Esta disminución tuvo su origen, fundamentalmente, en el considerable descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado, mientras que la del crédito a las Administraciones Públicas se tornó positiva. Las tasas de crecimiento de tres meses anualizadas, que son un indicador de la evolución a corto plazo, descendieron de forma más acusada, desde el 12% de diciembre del 2007 hasta el 6,9% de septiembre y el 3,9% de diciembre del 2008.

En particular, los préstamos de las IFM a las Administraciones Públicas experimentaron un ligero aumento, especialmente en el segundo semestre del año y, aunque el volumen de deuda pública en las carteras de las IFM se redujo a principios de año, se incrementó con fuerza en el último trimestre. A ese respecto también se ha de mencionar que se observó cierta volatilidad hacia finales de año, ya que en septiembre y octubre se produjo una disminución de las tenencias de las IFM de valores del sector público. Esta disminución está vinculada al desapalancamiento de las entidades de crédito, dada la liquidez de los mercados de deuda pública y la favorable evolución de los precios. Esta disminución puede considerarse una indicación de que las entidades han estado utilizando sus activos más líquidos como colchón, con el fin de absorber las presiones sobre su financiación y sobre sus niveles de capital, con el fin de proteger su negocio principal asentado en las relaciones personales con sus clientes, es decir, la concesión de préstamos a empresas y a hogares. En cambio, los datos de noviembre y diciembre muestran un notable aumento de las tenencias de deuda pública.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado se mantuvo vigorosa a principios del 2008, continuando con la tendencia observada en el 2007, antes de descender en el segundo semestre del año. Aunque los préstamos concedidos a este sector se desaceleraron notablemente, continuaron siendo la principal modalidad de

**Gráfico 8 Crédito a residentes en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

crédito otorgada por las IFM en el 2008, aunque la contribución de las adquisiciones de valores distintos de acciones por las IFM experimentó un aumento moderado. Esta mayor contribución tuvo su origen, en gran parte, en las compras de valores emitidos por los OIF por parte de las IFM en el contexto de las actividades de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al sector privado, se redujo hasta situarse en el 7,3% en el cuarto trimestre del 2008 y en el 5,8% en diciembre, tras haber fluctuado en torno al 11% a principios de año. Este descenso fue acorde con el impacto previsto de las subidas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a partir de finales del 2005, con la desaceleración en curso en el mercado de la vivienda, con el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito observado durante el año y, en términos más generales, con la



evolución de la actividad económica. La tasa de crecimiento de tres meses anualizada registró un acusado descenso a finales del 2008, desde el 6,8% de septiembre hasta el 2,7% de diciembre, teniendo en cuenta el efecto de la titulización.

La desaceleración observada en el crédito otorgado al sector privado fue generalizada en los distintos sectores tenedores de dinero, aunque la magnitud del ajuste varió de unos a otros. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares experimentó un pronunciado descenso, continuando con la tendencia observada en el 2007, mientras que las caídas observadas en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los intermediarios financieros no monetarios fueron algo más reducidas. De hecho, el dinamismo observado al final del 2007 en los préstamos a estos dos últimos sectores continuó en el primer trimestre del 2008, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras no disminuyó hasta el segundo trimestre del año.

La moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares estuvo fundamentalmente determinada por la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que reflejó la moderación que se está produciendo en el mercado de la vivienda de algunas economías de la zona del euro, así como unas condiciones de financiación más restrictivas y el impacto de las anteriores subidas de los tipos de interés y del deterioro de las perspectivas económicas. Al mismo tiempo, las actividades de titulización continuaron distorsionando en cierta medida el crecimiento de los préstamos. De hecho, el impacto que las operaciones de titulización fuera de balance o real tuvieron sobre los flujos interanuales hizo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado disminuyera alrededor de 1,7 puntos porcentuales en diciembre (ligeramente por encima de la media del año). No obstante, el carácter de estas actividades de titulización fue distinto a las realizadas antes del comienzo de las turbulencias en los mercados, cuando las

IFM mantuvieron los activos titulizados en sus balances, con el fin de aportarlos como activos de garantía en las operaciones del Eurosistema. No obstante, incluso si se tiene en cuenta este ajuste, el crecimiento de los préstamos se redujo sustancialmente en el transcurso del año.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras descendió en el 2008, aunque continuó siendo fuerte en términos históricos. La demanda de préstamos por parte de este sector siguió siendo intensa durante el primer semestre del año, si bien los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema apuntaban a una leve moderación. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras comenzó a disminuir en el segundo semestre del año, pero siguió siendo elevada. Existen diversos factores que pueden estar respaldando el actual dinamismo de estos préstamos. En primer lugar, el hecho de que los préstamos a plazos más largos sean el componente más resistente puede indicar que ha habido cierta anticipación en las solicitudes de préstamos en previsión de la posibilidad de que la disponibilidad de crédito se deteriore en el futuro. Además, también puede reflejar un desplazamiento desde los valores distintos de acciones hacia los préstamos en la financiación de las sociedades no financieras por parte de las IFM. Los datos correspondientes al cuarto trimestre del 2008 apuntan a una nueva moderación de la evolución a corto plazo de los préstamos a las sociedades no financieras, en consonancia con el contexto cíclico y con unas condiciones de financiación más restrictivas, aunque no puede descartarse la posibilidad de que factores de oferta también hayan influido.

En conclusión, la evolución de los préstamos en el 2008 pareció reflejar flujos de financiación elevados, aunque en descenso, de las entidades de crédito a las sociedades no financieras y a los hogares, disponiéndose de escasos indicios que confirmen que el acceso de estos sectores a los préstamos bancarios se haya visto afectado de modo significativo, incluso tras la intensificación de las tensiones financieras a mediados de



septiembre. No obstante, al final del año se observó un debilitamiento significativo del crecimiento del crédito empresarial. Además, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema apuntan a un endurecimiento considerable de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito.

Entre 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) que mantiene el sector tenedor de dinero se redujo considerablemente, hasta situarse en el 1% en el cuarto trimestre del 2008 y en el -0,1% en diciembre, frente al 8,5% registrado a finales del 2007. Esta evolución es especialmente relevante en el caso de dos subcomponentes, los depósitos a más largo plazo y los valores distintos de acciones emitidos por las IFM. La reducción observada en la tasa de crecimiento de las tenencias de depósitos a más largo plazo puede reflejar un cambio hacia instrumentos a más corto plazo, dada la pendiente de la curva de rendimientos y la intensificación de las tensiones financieras, mientras que la evolución de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM es indicativa de la dificultad de obtener financiación a través de esta fuente.

En el 2008, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM mostró dos tendencias diferentes. En el primer semestre del año se observaron considerables salidas de capital que, en promedio, fueron superiores a 30 mm de euros en términos intermensuales, mientras que en el segundo se registraron entradas más moderadas. Es probable que estas salidas estuvieran impulsadas, en gran parte, por la venta de activos de la zona del euro por parte de no residentes en la zona (es decir, desplazamientos desde activos de la zona del euro), mientras que las entradas son atribuibles a que los pasivos exteriores disminuyeron en mayor medida que los activos exteriores. En consecuencia, las entradas interanuales observadas en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en el año 2007 se convirtieron en salidas a principios del 2008. Esas salidas interanuales alcanzaron

un máximo de casi 300 mm de euros en julio, antes de descender posteriormente. Es probable que estas persistentes salidas se deban a la actual reestructuración de las carteras internacionales, relacionada, en particular, con el deterioro de las perspectivas económicas en la zona del euro y con la necesidad de obtener liquidez. La presentación monetaria de la balanza de pagos pone de manifiesto que las salidas interanuales observadas en la citada posición reflejan principalmente la caída de las inversiones de cartera netas en acciones y participaciones.

#### **INTENSIFICACIÓN DE LAS TENSIONES EN EL MERCADO MONETARIO EN EL CONTEXTO DE LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Los mercados monetarios de la zona del euro continuaron mostrando fuertes tensiones en 2008, tras las turbulencias financieras que se desencadenaron a escala mundial en agosto del 2007. Los volúmenes de negociación en los mercados interbancarios siguieron siendo muy moderados, particularmente en los plazos de vencimiento más largos, y los diferenciales entre los tipos de interés con garantías y sin garantías del mercado monetario se mantuvieron muy elevados en términos históricos.

Los tipos de interés sin garantías del mercado monetario se elevaron en todos los plazos entre enero y principios de octubre, antes de descender de forma significativa posteriormente. El tipo EUREPO a tres meses, que se situó próximo al 4% en enero del 2008, aumentó hasta alcanzar un máximo de alrededor del 4,35% a finales de julio y principios de agosto, y permaneció en torno a ese nivel hasta mediados de septiembre, antes de disminuir hasta aproximadamente el 0,94% a finales de febrero del 2009. Esta trayectoria fue consecuencia, principalmente, de la evolución y de las expectativas de los tipos de interés oficiales del BCE (véase la sección 1 de este capítulo).

Además de la evolución de los tipos de interés oficiales, las variaciones en la intensidad de las tensiones en los mercados financieros y su impacto sobre las primas de crédito y de liquidez desempeñaron también un destacado papel en la determinación de los tipos de

interés sin garantías del mercado monetario (véase recuadro 2). Más concretamente, el EURIBOR a tres meses aumentó desde el mínimo histórico del 4,29% registrado el 29 de enero hasta un máximo del 5,39% el 9 de octubre. El incremento fue especialmente pronunciado tras la quiebra de Lehman Brothers, a mediados de septiembre (véase gráfico 9). Posteriormente, a finales del 2008, el EURIBOR a tres meses cayó hasta el 2,89% como consecuencia no sólo de las expectativas de recortes de los tipos de interés oficiales, sino también de los planes anunciados por los Gobiernos de los Estados miembros para apoyar a las instituciones financieras. A finales de febrero del 2009, el EURIBOR a tres meses se situaba en el 1,83%.

La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por el diferencial

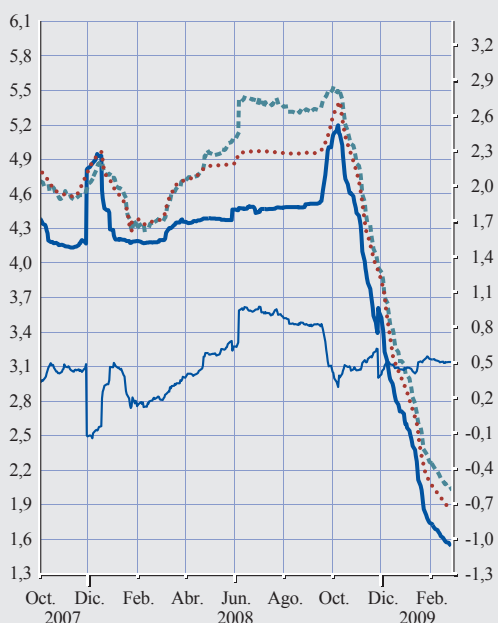
entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, mostró cierta volatilidad a lo largo del 2008, y dicho diferencial aumentó de un mínimo de 12 puntos básicos a finales de enero del 2008 a un máximo de 97 puntos básicos en junio, antes de descender y estabilizarse en un nivel en torno a 50 puntos básicos a finales de febrero del 2009.

El diferencial entre los tipos de interés con garantías y sin garantías del mercado monetario también mostró una trayectoria muy volátil en el 2008, manteniéndose elevado, en términos históricos, y superando los niveles observados en el segundo semestre del 2007, durante las fases iniciales de las turbulencias financieras. El diferencial entre los tipos EURIBOR a tres meses y EUREPO al mismo plazo aumentó de unos 40 puntos básicos de magnitud a mediados de enero del 2008 a alrededor de 70 puntos

**Gráfico 9 Tipo de interés de los mercados monetarios sin garantías**

(en porcentaje; datos diarios)

- EURIBOR a un mes (escala izquierda)
- ... EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - EURIBOR a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)

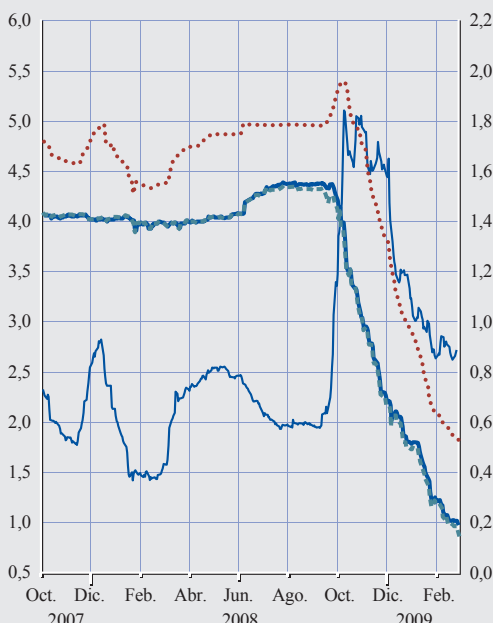


Fuentes: BCE y Reuters.

**Gráfico 10 EUREPO, EURIBOR y swaps de índices de tipos de interés a un día, a tres meses**

(en porcentaje; datos diarios)

- EUREPO a tres meses (escala izquierda)
- ... EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
- - - Swaps de índices de tipos de interés a un día, a tres meses (escala izquierda)
- Diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes (escala derecha)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

básicos en marzo, tras la adquisición de Bearn Stearns por JP Morgan Chase, y alcanzó un máximo de 184 puntos básicos a principios de octubre, antes de descender y situarse en torno a 90 puntos básicos a finales de febrero del 2009 (véase gráfico 10).

Las volatilidades implícitas derivadas de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses también fluctuaron considerablemente en el 2008, reflejando la variabilidad de las condiciones de los mercados monetarios y la incertidumbre en torno a las perspectivas macroeconómicas y, por tanto, a la orientación de la política monetaria. Como consecuencia de la elevada incertidumbre que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, esta medida de la volatilidad de los tipos de interés (es decir, la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo del 2009) alcanzó un máximo el 10 de octubre.

### CAÍDA DEL RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL 2008 EN UN CONTEXTO DE ELEVADA VOLATILIDAD

En el 2008, los mercados de deuda pública de la zona del euro y del resto del mundo se caracterizaron por fuertes fluctuaciones de los rendimientos, impulsados principalmente por las consecuencias directas e indirectas de la intensificación de la crisis financiera. En un entorno de elevada volatilidad diaria, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos se redujo sensiblemente en el 2008 reflejando, en general, la actual preferencia de gran parte de los inversores por valores líquidos y seguros, los pronunciados recortes de los tipos de interés oficiales y, en última instancia, las fuertes revisiones a la baja de las perspectivas de los mercados relativas a la actividad económica y la inflación. La extraordinaria incertidumbre imperante en lo que respecta a los eventuales efectos de la crisis financiera sobre la situación futura de la economía mundial y las reacciones de la política monetaria quedaron reflejadas en un aumento de la volatilidad observada y esperada en los mercados de deuda pública,

que hizo que la incertidumbre de los inversores se acentuara, especialmente hacia el final del año, en un contexto de agudización de las tensiones financieras tras la quiebra de Lehman Brothers. Por otra parte, los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y los de la deuda pública alemana al mismo plazo continuaron ampliándose en el 2008, reflejando las diferencias en las primas de riesgo y de liquidez (para más detalles, véase el recuadro 6). Al final del 2008, los rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos se situaban en torno al 3,6% y el 2,2%, respectivamente, 75 y 184 puntos básicos por debajo de los niveles registrados un año antes (véase gráfico 11).

Los acontecimientos relacionados con las turbulencias financieras, su intensificación desde septiembre del 2008 y sus efectos sobre la economía real, pueden explicar, al menos en parte, la evolución de los principales mercados de deuda pública. Durante el 2008, el panorama financiero se vio sometido a una drástica

**Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, EuroMTS, Reuters y BCE.

Nota: Hasta enero del 2007, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se refería a los bonos a diez años o con el vencimiento más próximo a este plazo. Desde enero del 2007, 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 los bonos soberanos de la zona del euro con calificación triple A.

reestructuración, tras episodios recurrentes de fuerte inestabilidad. En consecuencia, los Gobiernos de Estados Unidos y de los países de la zona del euro anunciaron la adopción de una serie de medidas con el objeto de apoyar al sistema financiero, fortalecer la confianza de los consumidores, sostener la actividad económica y asegurar la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas. En Estados Unidos, la adquisición de Bear Stearns por JPMorgan Chase en marzo supuso la desaparición del modelo de negocio de banca de inversión independiente. La crisis financiera se agudizó a finales del verano y en el otoño cuando, entre otros acontecimientos, Fannie Mae y Freddie Mac, empresas patrocinadas por el Gobierno estadounidense, pasaron a ser de titularidad pública, Lehman Brothers presentó la declaración de quiebra y la Reserva Federal concedió un préstamo extraordinario a la aseguradora AIG a cambio de una participación del 80%. A finales de septiembre, la aguda crisis financiera se había propagado a la zona del euro, sometiendo a presión a varias instituciones financieras. En consecuencia, en algunos países de la zona se realizaron intervenciones para ayudar al sistema bancario. Según la información ofrecida por la Comisión Europea en relación con la declaración sobre el plan de acción coordinado de los países de la zona del euro realizada en la cumbre del 12 de octubre, el objetivo de estas intervenciones era «coordinar las actuaciones nacionales para respaldar a la banca, proteger a los depositantes e incrementar el flujo de crédito. El plan prevé que los Gobiernos puedan adquirir una participación en los bancos para reforzar su capital y concedan garantías para operaciones de refinanciación bancaria con el fin de aliviar la crisis de crédito». En este contexto, y con el fin de afrontar el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, la Reserva Federal y el BCE adoptaron una serie de iniciativas con el fin de ampliar sus facilidades de liquidez y proporcionar apoyo a los mercados financieros. Además, los dos bancos centrales redujeron los tipos de interés oficiales en repetidas ocasiones, lo que influyó en los rendimientos de la deuda pública. En particular, el 16 de diciembre de 2008, las medidas adoptadas por la Reserva

Federal culminaron en una reducción de los tipos de interés oficiales hasta situarlos en mínimos históricos. El tipo de interés de referencia de los fondos federales se señaló dentro de una banda objetivo, entre el 0% y el 0,25%, en lugar de indicar un nivel fijo. Por otra parte, entre otras medidas, la Reserva Federal anunció la posibilidad de adquirir valores del Tesoro a más largo plazo, lo que también podría haber contribuido a la reducción de los rendimientos de la deuda pública.

En este contexto, hasta principios de la primavera del 2008, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo continuó la tendencia descendente observada a ambos lados del Atlántico desde mediados del 2007, cuando la preocupación acerca de la situación del mercado inmobiliario en Estados Unidos comenzó a aumentar. Este episodio provocó una pronunciada disminución de la tolerancia al riesgo que se tradujo en desplazamientos de cartera desde acciones y otros activos de riesgo hacia bonos soberanos con la consiguiente caída de sus rendimientos. Las rentabilidades de la deuda pública a diez años aumentaron entre la primavera y el final del verano y posteriormente disminuyeron sensiblemente. Aunque el incremento de los rendimientos puede atribuirse a la percepción de mayores riesgos inflacionistas a escala mundial, en un entorno de fuertes presiones al alza sobre los precios de las materias primas y de los alimentos, la reducción registrada posteriormente puede explicarse por los episodios de búsqueda de activos de mayor calidad y liquidez, resultantes de la renovada preocupación en relación con el sector financiero y, más concretamente, con la intensificación de las turbulencias financieras. Por otra parte, en otoño, los nuevos datos macroeconómicos, que apuntaban hacia una pronunciada desaceleración del crecimiento mundial y a un cambio en la percepción de los riesgos inflacionistas, que se revisaron a la baja, debieron contribuir a esta disminución de los rendimientos de la deuda pública. No es de sorprender que en Estados Unidos, donde la crisis financiera se tornó más severa, la caída de los rendimientos de la deuda pública fuera más pronunciada que en la zona

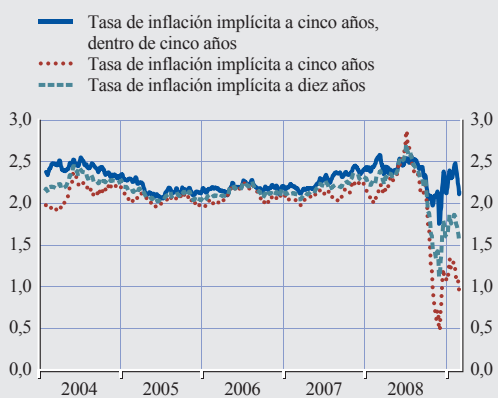
del euro. En términos más generales, la deuda pública estadounidense también se consideraba más líquida que el promedio de la deuda de la zona del euro, lo que también contribuyó a que los rendimientos de la deuda pública en Estados Unidos descendieran más.

En la zona del euro, desde principios de año hasta aproximadamente mediados de septiembre, los rendimientos reales de la deuda pública se mantuvieron por encima del 2%. Posteriormente, hasta alrededor de finales de octubre, aumentaron, y tras registrar un máximo de alrededor del 3% ese mes, el rendimiento real de la deuda pública a cinco años, dentro de cinco años, se redujo, y al final del año se situó justo por debajo del 2%. Aunque los rendimientos reales se incrementaron entre septiembre y octubre como consecuencia de la escasa liquidez y de factores técnicos que provocaron alteraciones en el mercado de bonos indicados con la inflación, esta tendencia se invirtió posteriormente, en un entorno de inquietud acerca de las perspectivas macroeconómicas.

En el 2008, la evolución en el tiempo de la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, que mide las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado y las primas de riesgo asociadas, también resultó afectada por la evolución de los mercados financieros y las perspectivas macroeconómicas. Aunque esta medida y las primas de riesgo asociadas de la zona del euro tendieron al alza y se situaron en torno al 2,5% hasta el verano, reflejando las crecientes presiones sobre los precios de las materias primas y de los alimentos, disminuyeron notablemente en el otoño (véase gráfico 12). Al final del 2008, esta tasa se situaba aproximadamente en el 2%. Tanto la moderación de las expectativas de inflación, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas, como factores técnicos que distorsionaron la determinación del precio relativo de los bonos nominales ordinarios frente a la deuda pública indicada con la inflación, que suele ser mucho menos líquida, contribuyeron a este descenso. Por tanto, la interpretación de las tasas de inflación implícitas como indicadores de las expectativas

**Gráfico 12 Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro**

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

de inflación de los participantes en el mercado y las primas de riesgo asociadas se ha visto seriamente dificultada por factores de mercado especiales, en particular desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre.

La percepción de incertidumbre de los participantes en el mercado en relación con la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita, continuó aumentando durante el año y se acentuó a partir de septiembre, en un entorno de gran inquietud en los mercados financieros internacionales. En aquella parte del año, y tras conocerse los problemas de algunas destacadas instituciones del sistema financiero y la consiguiente búsqueda de seguridad y liquidez, la volatilidad de los mercados de deuda pública alcanzó niveles especialmente pronunciados en Estados Unidos. No obstante, a finales de septiembre, cuando la inestabilidad financiera se agudizó también en Europa, la citada volatilidad aumentó asimismo a este lado del Atlántico (para más detalles, véase el recuadro 3).

En los dos primeros meses del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro aumentó moderadamente, unos 10 puntos básicos, mientras que el incremento del rendimiento de la deuda pública de Estados

Unidos fue más pronunciado, de alrededor de 80 puntos básicos. El 27 de febrero, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos se situaba en torno al 3,7% y el 3%, respectivamente. La evolución de rendimiento de la deuda a largo plazo a ambos lados del Atlántico estuvo influida por el deterioro de las perspectivas económicas, por el aumento de la aversión al riesgo y la consiguiente búsqueda de activos de mejor calidad, y por la creciente preocupación acerca de las necesidades de financiación de los emisores soberanos.

Aunque los dos primeros factores tendieron a presionar a la baja los rendimientos, el tercero, que al parecer tuvo mayor importancia que los otros dos, especialmente en Estados Unidos, tendió a provocar presiones al alza. En ese mismo período, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación también se incrementó, probablemente reflejando las continuadas tensiones observadas en el mercado de bonos indicados con la inflación.

### Recuadro 3

#### **VOLATILIDAD Y LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA**

Los mercados de renta variable y de renta fija se han tornado cada vez más volátiles con el desarrollo de la crisis financiera, como puede apreciarse en el gráfico A<sup>1</sup>. Este alto grado de volatilidad de los mercados tiene su origen en una combinación de varios factores: la corrección de las posiciones apalancadas, el gran número de perturbaciones relacionadas con la información que afectan a los mercados, la fuerte incertidumbre y los elevados niveles de aversión al riesgo que muestran los participantes en los mercados. Es probable que esta mayor aversión al riesgo haya intensificado el impacto que las perturbaciones asociadas a flujos de información y la incertidumbre han tenido sobre la evolución de los precios, y, como resultado, las fluctuaciones de los precios han sido mayores de lo que habrían sido si los niveles de aversión hubieran sido más bajos.

Durante largos períodos en el transcurso de la crisis, se ha observado una fuerte correlación negativa entre los rendimientos de la renta variable y los rendimientos de la renta fija (véase gráfico B), correlación que podría interpretarse como prueba de que se han producido desplazamientos hacia activos más seguros desde los mercados de acciones a los segmentos más líquidos de los mercados de deuda pública. La última vez que se observó una correlación negativa tan pronunciada fue durante 2003 cuando el mercado bursátil tocó fondo. Durante los últimos meses del 2008, la correlación negativa entre estos mercados pasó a ser menos acusada, dado que los mercados de bonos también experimentaron una mayor volatilidad, tras la evidencia, cada vez más clara, de significativos efectos de contagio de la evolución de los mercados financieros a la economía real. Además de la mayor variabilidad de las expectativas de inflación y de las primas de riesgo, es probable que las importantes revisiones de las expectativas de los participantes en el mercado respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales hayan contribuido al aumento de la volatilidad de los rendimientos de los bonos a largo plazo.

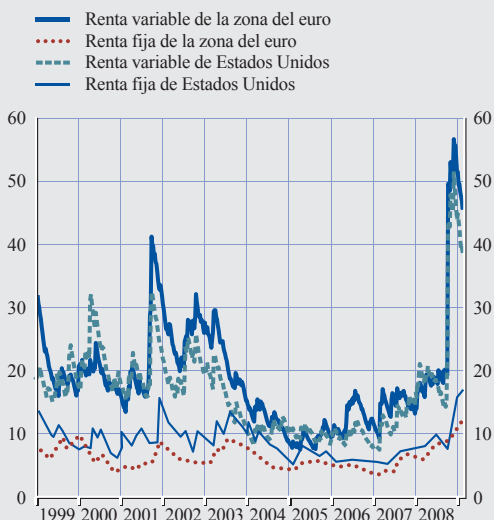
En general, la mayor volatilidad registrada en el mercado de deuda pública ha hecho que los participantes en los mercados se sientan menos propensos a suministrar liquidez de forma

<sup>1</sup> Véase el recuadro titulado «Volatilidad anormalmente elevada en los mercados de valores mundiales» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2008.



### Gráfico A Volatilidad efectiva de los rendimientos semanales de los valores de renta variable y renta fija

(en porcentaje; datos semanales)

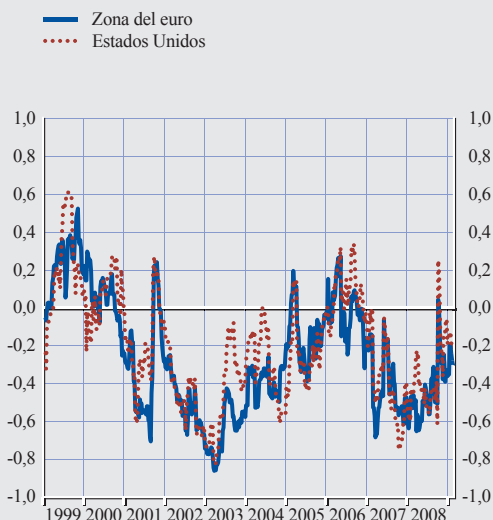


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los rendimientos de los valores de renta variable se calcularon utilizando el índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro, y el índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos. Los rendimientos de los valores de renta fija se calcularon a partir de los rendimientos cupón cero de Estados Unidos y Alemania, obtenidos de Bloomberg. Las volatilidades se calcularon utilizando medias móviles ponderadas exponencialmente.

### Gráfico B Correlación entre los rendimientos semanales de los valores de renta variable y de renta fija

(datos semanales)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los rendimientos se calcularon como se indica en las notas del gráfico A. Las correlaciones se calcularon utilizando medias móviles ponderadas exponencialmente.

continuada mediante la introducción y mantenimiento de posiciones de elevada cuantía en mercados dirigidos por precios. Aunque la deuda pública más líquida, como los bonos emitidos por los Gobiernos de Estados Unidos y Alemania, ha servido de refugio seguro a los inversores durante la crisis financiera, la liquidez ha sufrido presiones incluso para esta categoría de activos<sup>2</sup>. La deuda pública, a diferencia de las acciones, se negocia en gran medida fuera de las bolsas, por lo que la actividad de negociación en esos mercados es inevitablemente más fragmentada. La evidencia procedente de las plataformas electrónicas utilizadas en la negociación de la deuda pública europea apunta a sustanciales descensos, tanto en el número de operaciones como en la profundización de las cotizaciones, incluso en el caso de los valores más líquidos. Las señales de deterioro de la liquidez de mercado son también evidentes en los diferenciales entre los precios de compra y venta, que se han ampliado significativamente. Como en anteriores episodios de tensiones de liquidez, como las turbulencias de 1998, el deterioro de la liquidez ha sido más grave en el caso de los valores de renta variable, que ya eran relativamente ilíquidos antes del inicio de la crisis financiera. Por ejemplo, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación parece haberse visto notablemente afectado por las primas de liquidez en algunos mercados<sup>3</sup>.

Según los participantes en los mercados, las operaciones de mayor tamaño se están ejecutando cada vez más a través de mediadores especializados (mediante internalización de órdenes) y, como resultado,

<sup>2</sup> Véase un análisis más detallado del impacto de la huida hacia la calidad sobre los mercados de deuda pública de la deuda del euro en el recuadro 6.

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Volatilidad anormalmente elevada en los mercados de valores mundiales» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2008.



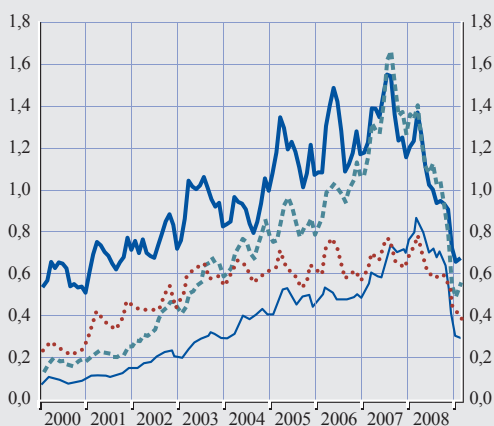
es probable que el descenso en el volumen de negociación a través de plataformas electrónicas se traduzca en un descenso de la actividad de negociación total de los mercados. No obstante, el nivel de actividad en el mercado de deuda pública de la zona del euro también puede medirse a partir del mercado de futuros. Los futuros sobre deuda pública son uno de los instrumentos que más se negocian a escala mundial y constituyen uno de los pocos mercados en los que la liquidez se ha mantenido relativamente intacta. Cuando se trata de medir la actividad de los mercados, una ventaja clara que presentan los futuros es que son instrumentos que se negocian en bolsa para los que existen datos inmediatamente disponibles sobre la actividad total.

La evidencia anecdótica sugiere que las entidades gestoras del mercado de deuda han reducido significativamente el tamaño de sus balances para hacer frente a la mayor volatilidad de los rendimientos y al aumento de los costes de la financiación. Dado que los contratos de futuros se utilizan muy a menudo como cobertura frente al riesgo de tipo de interés en las carteras de renta fija de las entidades gestoras, podría haberse reducido el número de futuros negociados con este propósito. En el gráfico C se observa que, de hecho, el volumen de negociación de los contratos de futuros ha disminuido desde que se iniciaron las turbulencias financieras a mediados del 2007. Concretamente, el número de contratos negociados para el instrumento de uso más común, el futuro sobre la deuda pública a diez años, se ha reducido en más de dos tercios en Estados Unidos y en más de la mitad en Alemania desde mediados del 2007. También se han observado caídas, aunque ligeramente menores, en los volúmenes de negociación de los futuros sobre la deuda pública a cinco años.

**Gráfico C Volúmenes de negociación de los futuros sobre deuda pública**

(millones de contratos; medias móviles de tres meses de los datos diarios)

- Futuros sobre Euro-Bund alemanes a diez años
- Futuros sobre Euro-Bobl alemanes a cinco años
- - - Futuros sobre pagarés del Tesoro de EE.UU. a diez años
- Futuros sobre pagarés del Tesoro de EE.UU. a cinco años



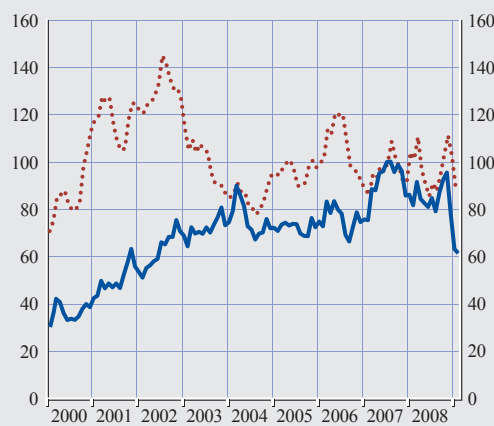
Fuentes: Chicago Mercantile Exchange/Chicago Board of Trade y Eurex Deutschland.

Nota: El tamaño nominal de cada contrato es de 100.000 euros en el caso de los futuros sobre Euro-Bobl y Euro-Bund, y de 100.000 dólares en el caso de los pagarés del Tesoro de EE.UU. a cinco y diez años.

**Gráfico D Volúmenes de negociación en los mercados de renta variable**

(índice: julio 2007 = 100; medias móviles de tres meses de los datos diarios)

- Índice Dow Jones EUROSTOXX
- Índice Standard & Poor's 500



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los volúmenes se miden como el número total de acciones negociadas de las empresas que integran los índices.

En el gráfico D se observa que, en el caso de los mercados bursátiles, los volúmenes de negociación – medidos como media del número de valores negociados al mes – han mantenido una relativa capacidad de resistencia, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, aunque han experimentado una ligera caída a comienzos del 2009, especialmente, en la zona del euro. Como se indicó anteriormente, los volúmenes de negociación relativamente grandes observados en los mercados bursátiles podrían ser consecuencia de las múltiples perturbaciones relacionadas con la información que afectan a los mercados. Ceteris paribus, los precios de mercado deben ajustarse a medida que se dispone de nueva información. Así pues, cuando este tipo de perturbaciones se dejan sentir en los mercados con una frecuencia mayor de lo normal, también aumentará la frecuencia de la negociación. En el caso de los mercados bursátiles, estas perturbaciones pueden ser reflejo tanto de una revisión de las expectativas respecto a los futuros dividendos como de cambios en el factor de descuento. Por el contrario, los flujos de caja de la deuda pública estándar son fijos en términos nominales y, por lo tanto, las variaciones sólo responden a cambios en dicho factor.

El considerable aumento de la incertidumbre macroeconómica a lo largo del 2008, unido al redimensionamiento de los balances de los participantes en el mercado, ha generado máximos en la volatilidad y un grave deterioro de la liquidez en muchos segmentos del mercado financiero. Ello ha afectado incluso a mercados considerados, normalmente, muy líquidos y caracterizados, típicamente, por unos niveles de riesgo mínimos, como es el caso de los mercados de deuda pública de la zona del euro. En última instancia, la volatilidad debería moderarse una vez que desaparezca la incertidumbre macroeconómica y que se agote el proceso de desapalancamiento, lo que conduciría a una cierta normalización de la liquidez en los mercados.

### PRONUNCIADA CAÍDA DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES EN EL 2008

El año 2008 se caracterizó por una volatilidad elevada y por fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles en todo el mundo, con una serie de acontecimientos que han reconfigurado el panorama financiero, especialmente en Estados Unidos, y unas condiciones macroeconómicas mundiales en deterioro. En general, al final del 2008, los precios de las acciones en la zona del euro, Estados Unidos y Japón, medidos por los índices Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500, y Nikkei 225, respectivamente, se redujeron alrededor del 46%, el 39% y el 42%, en comparación con los niveles de finales del 2007 (véase gráfico 13). Las fluctuaciones de las cotizaciones fueron especialmente pronunciadas en marzo y a partir de septiembre, reflejando la inquietud imperante en los mercados financieros internacionales. Por otra parte, la reducción del crecimiento de los beneficios efectivos y esperados a ambos lados del Atlántico también contribuyó a la evolución negativa de los

**Gráfico 13 Principales índices bursátiles**

(cambio de base de los índices a 100 el 31 de diciembre de 2007; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

mercados bursátiles. Esta evolución de las cotizaciones se produjo en un contexto de gran volatilidad, que en octubre y noviembre aumentó hasta alcanzar niveles excepcionales.

Desde principios de año hasta mediados de marzo del 2008, los precios de las acciones en la zona del euro, Estados Unidos y Japón siguieron una tendencia descendente. Esta desarrollo se invirtió parcialmente cuando JP Morgan Chase adquirió Bear Stearns después de obtener de la Reserva Federal un préstamo a través de financiación sin recurso. El plan de rescate de Bear Stearns fue acogido favorablemente por los participantes en los mercados, que modificaron sus percepciones de riesgo y contribuyeron a sostener los mercados de renta variable. En este contexto, entre mediados de marzo y principios de junio, el índice Dow Jones EURO STOXX registró un incremento de casi el 10%, el Standard & Poor's 500 alrededor del 8,5%, y el Nikkei 225 el 22,5%.

Sin embargo, durante el verano, las cotizaciones bursátiles experimentaron un pronunciado descenso, debido a la renovada inquietud acerca del sector financiero y de las perspectivas para la economía mundial. Durante este período se acentuaron las presiones sobre Fannie Mae y Freddie Mac, agencias hipotecarias patrocinadas por el Gobierno estadounidense, y sobre las compañías aseguradoras de bonos. Además, durante la primera mitad del verano, los precios de las materias primas se incrementaron con rapidez, ensombreciendo las perspectivas económicas mundiales. En septiembre continuó la escalada de acontecimientos en los mercados financieros en Estados Unidos: las citadas agencias hipotecarias pasaron a ser de titularidad pública; la Reserva Federal y el Tesoro estadounidense acordaron el rescate de la aseguradora AIG; y el modelo de negocio de banca de inversión independiente no sobrevivió tras la quiebra de Lehman Brothers, la adquisición de Merrill Lynch por Bank of America y la conversión de Goldman Sachs y Morgan Stanley en entidades de crédito. Tras estos episodios extraordinarios, y en respuesta a la propagación de las turbulencias más allá

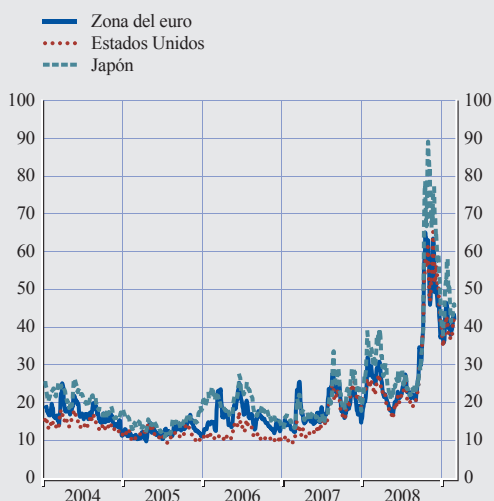
del sistema financiero estadounidense, los Gobiernos comenzaron a elaborar planes de rescate patrocinados para una serie de instituciones financieras europeas. A ambos lados del Atlántico, los Gobiernos y las instituciones públicas adoptaron una serie de medidas con el objeto de estabilizar el sistema financiero. Estas medidas incluían garantías para los depósitos bancarios de los particulares, ayudas para la recapitalización de las entidades de crédito y actuaciones para reforzar la liquidez en el sistema bancario. Además, los principales bancos centrales redujeron los tipos de interés oficiales en un contexto de intensificación de las turbulencias financieras y de deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

La caída registrada en los mercados bursátiles se vio agudizada por el menor crecimiento de los beneficios efectivos y esperados a ambos lados del Atlántico. Entre diciembre del 2007 y diciembre del 2008, el crecimiento de los beneficios efectivos, calculado en términos de beneficios por acción de empresas que cotizan en el índice Dow Jones EURO STOXX, se tornó negativo y cayó hasta situarse en torno al -16%. De igual modo, las expectativas de beneficios también se revisaron considerablemente a la baja. La tasa de crecimiento prevista de los beneficios por acción a doce meses vista cayó desde aproximadamente el 9% registrado a finales de diciembre del 2007 hasta alrededor del 1,6% a finales de diciembre del 2008. La caída de la rentabilidad de las empresas de la zona del euro, junto con las noticias desfavorables procedentes de los indicadores macroeconómicos, ha afectado negativamente a las valoraciones de los mercados bursátiles.

En un contexto de constante inquietud en los mercados financieros y de deterioro de las condiciones macroeconómicas, los mercados bursátiles se caracterizaron por un grado elevado de incertidumbre, medida por la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre acciones. La volatilidad de estos mercados fue especialmente intensa durante los episodios más importantes que sacudieron a los mercados financieros, es decir, en marzo y a

**Gráfico 14 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuente: Bloomberg.

Notas: La volatilidad implícita representa la desviación típica esperada de las tasas de variación de los precios de las acciones durante un período de hasta tres meses, implícita en los precios de las opciones sobre índices bursátiles. La volatilidad implícita se refiere al índice Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, al Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y al Nikkei 225 para Japón.

partir de septiembre (véase gráfico 14). En esta coyuntura, es probable que las primas de riesgo de las acciones hayan aumentado en la zona del euro y en Estados Unidos, contribuyendo con ello a la caída de las cotizaciones bursátiles.

Desde una perspectiva sectorial, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles del sector financiero fueron las que padecieron las pérdidas más elevadas entre diciembre del 2007 y diciembre del 2008, cayendo en torno al 57% y el 51%, respectivamente. Las cotizaciones bursátiles del sector no financiero también disminuyeron considerablemente, alrededor del 41% en la zona del euro y el 36% en Estados Unidos.

A principios del 2009, el deterioro de las perspectivas económicas mundiales, así como el aumento de la preocupación acerca de la solidez del sector financiero provocaron nuevas caídas de las cotizaciones bursátiles. Entre finales del 2008 y el 27 de febrero de 2009, el índice Dow Jones

EURO STOXX y el Standard & Poor's 500 retrocedieron en torno al 17% y el 19%, respectivamente.

### EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES CONTINUÓ MODERÁNDOSE

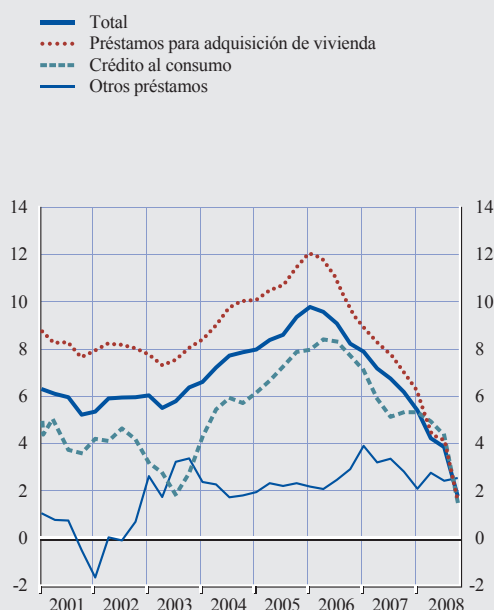
El endeudamiento de los hogares continuó moderándose en el 2008, como consecuencia del impacto de factores tales como unas condiciones de financiación más restrictivas, el deterioro de las perspectivas económicas y la moderación de la actividad y precios en los mercados de la vivienda.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares, la principal fuente de endeudamiento de este sector en el 2008, disminuyó hasta el 1,8% en diciembre, desde el 6,2% de finales del 2007. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares por las instituciones distintas de IFM (es decir, OIF, empresas de seguros y fondos de pensiones) continuó siendo superior a la de los préstamos otorgados por las IFM, que se situó en el 10,4% en el tercer trimestre del 2008. Esto se debe, en cierta medida, al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance, en las que los préstamos se dan de baja y, por tanto, se eliminan de los balances de las IFM, y posteriormente se registran como préstamos de OIF.

El detalle por finalidad de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares indica que el principal factor impulsor de la moderación observada fue la disminución de la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda, que se situó en el 1,7% en diciembre del 2008, frente al 7,1% de diciembre del 2007 (véase gráfico 15). Este descenso fue acorde con la desaceleración observada en el crecimiento del precio de la vivienda y de la actividad en este mercado en algunas economías de la zona del euro. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema respaldan esta valoración ya que, durante el 2008, las entidades señalaron que el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores fueron los

**Gráfico 15 Préstamos de las IFM a hogares**

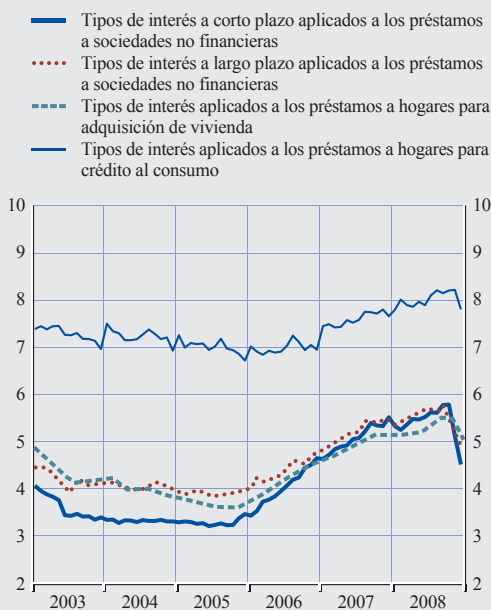
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

**Gráfico 16 Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras**

(en porcentaje, excluidas las comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

factores que más contribuyeron a la contención de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares. Además, las peores perspectivas relativas al mercado de la vivienda también fueron responsables, en parte, del endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación del crédito, desempeñando un papel importante en la moderación del crecimiento de los préstamos.

La moderación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda también reflejó el efecto de contención derivado de las subidas de los tipos de interés oficiales el BCE a partir de diciembre del 2005. Continuando con la tendencia observada en los años 2006 y 2007, aunque a un ritmo más lento, los tipos de interés aplicados por las IFM a esta modalidad de préstamo aumentaron 31 puntos básicos entre diciembre del 2007 y septiembre-octubre del 2008, y en el cuarto trimestre experimentaron un descenso de 10 puntos básicos (véase gráfico 16). El incremento observado

en los tres primeros trimestres del año fue generalizado en todos los plazos de vencimiento, aunque fue ligeramente superior para los préstamos con períodos iniciales de fijación del tipo hasta un año y de uno a cinco años.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo también disminuyó, y en diciembre del 2008 cayó hasta el 1,5%, aproximadamente 4 puntos porcentuales menos que a finales del 2007. En los últimos trimestres, la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se ha reducido en consonancia con el deterioro de la confianza de los consumidores y con la moderación gradual del consumo privado en la zona del euro. Por otra parte, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema indican que los criterios aplicados para la aprobación de esta modalidad de crédito continuaron endureciéndose en el 2008 – de manera acorde con la evolución registrada en el cuarto trimestre del 2007 – debido al empeoramiento de las perspectivas relativas a la

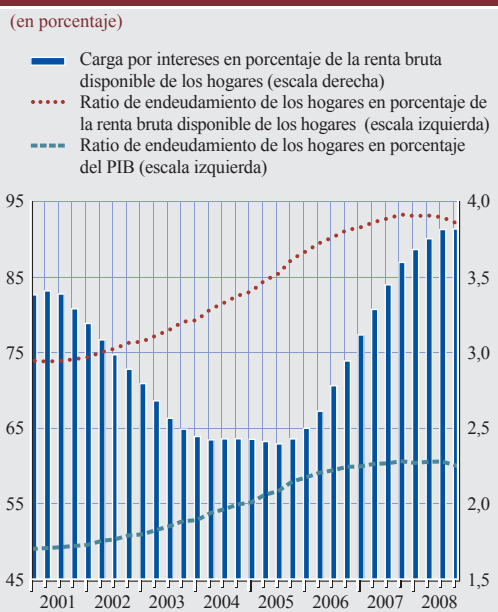
actividad económica general y al deterioro de la solvencia de los prestatarios. Los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo, que se mantuvieron bastante por encima de los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda en el 2008, experimentaron un ascenso de 56 puntos básicos entre diciembre del 2007 y noviembre del 2008, moderando así la demanda de crédito al consumo. Posteriormente, descendieron hasta situarse en diciembre del 2008 unos 15 puntos básicos por encima de los observados en diciembre del 2007.

### ESTABILIZACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

En el segundo semestre del 2008, la prolongada moderación de la tasa de crecimiento de los préstamos a hogares y el aumento de la renta disponible, provocaron un ligero descenso de la ratio de deuda de los hogares en relación con la renta disponible que, según las estimaciones, se situó en torno al 92% en el cuarto trimestre del año (véase gráfico 17). El mismo patrón se observa en la ratio de deuda en relación con el PIB que, según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, se redujo hasta aproximadamente el 60% en el cuarto trimestre del 2008. Dicho eso, el nivel de endeudamiento de los hogares de la zona del euro es relativamente moderado si se compara con el de países como Estados Unidos o el Reino Unido. La moderación del endeudamiento de los hogares de la zona del euro ha contribuido a estabilizar su exposición frente a variaciones en los tipos de interés, la renta y los precios de los activos. Se ha de destacar asimismo que existe una elevada heterogeneidad en los niveles de endeudamiento de los hogares en los distintos países de la zona. En particular, existen niveles de riesgo más elevados para los hogares de aquellas partes de la zona del euro en las que la desaceleración económica es más pronunciada o en las que todavía hay signos de sobrevaloración en los mercados de la vivienda.

Al mismo tiempo, aunque el nivel de endeudamiento de los hogares se estabilizó en el 2008, las subidas anteriores de los tipos de interés aplicados a los préstamos a este sector

**Gráfico 17 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 los servicios financieros. Los datos del último trimestre se han estimado en parte.

provocaron un nuevo aumento de la carga financiera (pagos de intereses más devoluciones del principal en relación con la renta disponible) de los hogares. Ciertamente, se estima que la carga por intereses se situó en el 3,8% en el segundo semestre del 2008, desde el 3,6% observado a finales del 2007, superando también el máximo anterior registrado en el 2001.

### AUMENTO CONSIDERABLE DEL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN EL 2008

En el 2008, en un contexto de turbulencias en los mercados financieros, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en comparación con los últimos años. Aunque la rentabilidad de las empresas resistió en la primera parte del 2008, durante el resto del año experimentó un rápido deterioro, y de manera más pronunciada en el



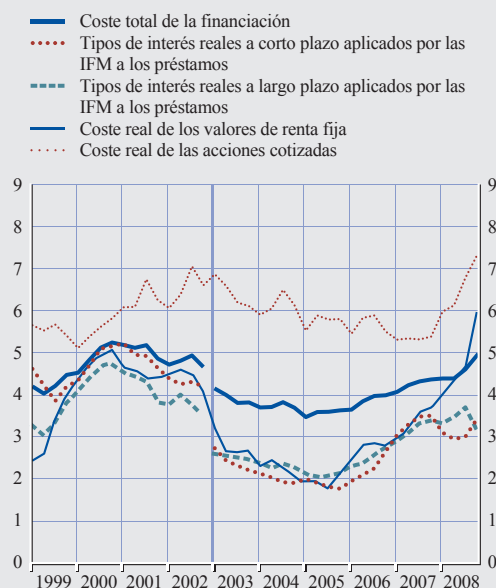
último trimestre. Tras el máximo registrado en el primer trimestre, atribuible fundamentalmente al gran dinamismo de los préstamos de las IFM, el crecimiento de la financiación externa de las sociedades no financieras experimentó una moderación. No obstante, es probable que el apalancamiento de este sector aumentara de nuevo en el 2008.

El coste real total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro aumentó considerablemente en el 2008, en un entorno de intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de crédito (véase gráfico 18). En el último trimestre del 2008, el evidente deterioro de las condiciones y de las perspectivas macroeconómicas contribuyeron un pronunciado incremento del coste de la financiación externa de las empresas, ya que las mayores expectativas de impago y las revisiones a la baja de los beneficios afectaron a la valoración de los riesgos de crédito y de mercado por parte de los inversores. Durante el año, este aumento estuvo principalmente impulsado por un acusado incremento del coste real de la financiación mediante valores de renta fija y de renta variable.

En cuanto a los componentes del coste real de la financiación externa de las empresas, los tipos de interés aplicados a los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se redujeron, en términos reales (véase gráfico 18), con respecto a los niveles de finales del 2007. La comparación de los datos de fin de año oculta una evolución más variada en el curso de 2008. Los tipos de interés nominales a corto plazo aumentaron durante la mayor parte del año, siguiendo de cerca la tendencia al alza del EURIBOR a tres meses, aunque el efecto se vio moderado en términos reales por el repunte de las expectativas de inflación a corto plazo hasta el mes de septiembre. En noviembre y diciembre, los tipos a corto plazo cayeron considerablemente, reflejando los recortes de los tipos de interés oficiales y la disminución de los tipos del mercado monetario. En consecuencia, los tipos de interés nominales aplicados a los préstamos a tipo de interés variable y con un

**Gráfico 18 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, 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 de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

período inicial de fijación hasta un año se redujeron 70 puntos básicos en los préstamos de menor cuantía y 106 puntos básicos en los de mayor cuantía.

Tras aumentar hasta septiembre del 2008, los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los créditos disminuyeron en el último trimestre del año, siendo el descenso más pronunciado para los préstamos de mayor cuantía. En comparación con finales del 2007, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos de menor cuantía prácticamente no se modificaron, mientras que los aplicados a los préstamos de mayor cuantía se redujeron 72 puntos básicos. Los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo también mostraron una evolución heterogénea durante el año, ya que primero aumentaron y

luego disminuyeron acusadamente. En conjunto, en diciembre del 2008, los rendimientos de la deuda pública a cinco años se situaban 85 puntos básicos por debajo de los niveles de finales del 2007. Como consecuencia de esta trayectoria, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos bancarios y los tipos de mercado a plazo similar tendieron a ampliarse, en promedio, durante el segundo semestre del año. Esta ampliación vino acompañada de un fuerte aumento del coste de la financiación en los mercados de capitales para las entidades de crédito.

El coste real de la financiación mediante valores de renta fija para las sociedades no financieras aumentó en el 2008, reforzando la tendencia al alza que comenzó a finales del 2007. En diciembre del 2008, este coste se situaba 200 puntos básicos por encima del nivel del año anterior, y 420 puntos básicos por encima del mínimo histórico registrado en el 2005. El nivel alcanzado a finales del 2008 representa un máximo histórico desde el comienzo de la UEM, y fue bastante superior al alcanzado en el año 2000. En cambio, como se ha mencionado anteriormente, los rendimientos de la deuda pública a plazos similares disminuyeron. En consecuencia, los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron considerablemente en el segundo semestre del 2008. La ampliación de los diferenciales refleja también el endurecimiento de los estándares de crédito y un aumento de la percepción del riesgo de crédito entre los inversores.

El coste real de la financiación mediante acciones cotizadas de las sociedades no financieras aumentó considerablemente durante el año. En el segundo semestre del 2008 se produjo un evidente deterioro cuando las cotizaciones bursátiles (medidas, por ejemplo, en función del Dow Jones EURO STOXX, un índice amplio de la zona del euro) cayeron en picado y la aversión al riesgo alcanzó niveles extraordinariamente elevados. Después de que el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas mostrara una notable capacidad de resistencia en el primer semestre del año,

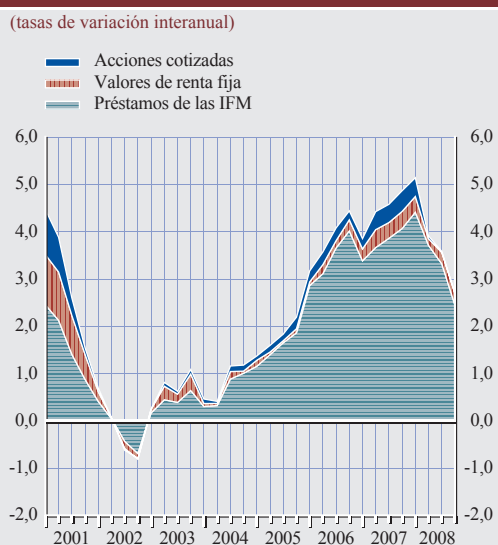
posteriormente también experimentó un acusado deterioro y en noviembre se tornó negativo, en términos interanuales.

### MODERACIÓN DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La financiación externa de las sociedades no financieras registró una moderación progresiva en el 2008. En el cuarto trimestre, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación de las sociedades no financieras fue del 2,7%, frente al 4,9% del cuarto trimestre del 2007 y el 5,1% del primer trimestre del 2008. Este descenso estuvo fundamentalmente impulsado por la disminución de la contribución de los préstamos concedidos por las IFM, aunque partiendo de niveles elevados y, en menor medida, por la caída de la emisión de acciones cotizadas, mientras que la contribución de los valores de renta fija se mantuvo estable, en líneas generales (véase gráfico 19).

Según datos agregados obtenidos de los estados financieros de las sociedades cotizadas, los beneficios empresariales mantuvieron su solidez

**Gráfico 19 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras <sup>1)</sup>**



Fuente: BCE.

1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y la tasa de crecimiento del deflactor del PIB.

en el primer semestre del 2008 (véase gráfico 20). Sin embargo, las medidas de la rentabilidad de las empresas experimentaron un descenso considerable en el segundo semestre del año. Al mismo tiempo, las expectativas de beneficios de la zona del euro fueron objeto de una brusca revisión a la baja en el último trimestre del 2008. Las revisiones a la baja de las expectativas de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro alcanzaron un máximo sin precedentes en torno al final del año.

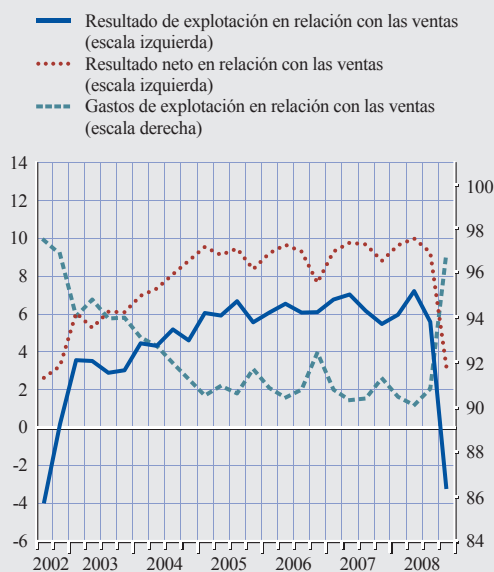
La tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras disminuyó en el 2008. Tras alcanzar un máximo del 15%, en términos nominales, en marzo del 2008, esta tasa se moderó y se situó en el 9,4% en diciembre. Este crecimiento interanual todavía vigoroso oculta el debilitamiento subyacente del crecimiento de los préstamos de las IFM al

sector empresas, causado por un efecto arrastre derivado del fuerte crecimiento observado en el primer semestre del 2008. Ciertamente, como muestran las tasas de crecimiento a corto plazo, hacia finales de año la ralentización se acentuó, y de manera más pronunciada en diciembre, como resultado del deterioro de las condiciones de financiación. Esta desaceleración es acorde, en líneas generales, con el endurecimiento de las condiciones de financiación indicado en las encuestas sobre préstamos bancarios del Eurosistema realizadas durante el año, con la disminución de las operaciones de fusión y adquisición, y con la moderación de la actividad económica. Puede haber varias explicaciones posibles del motivo por el que, aunque el crecimiento de los préstamos de las IFM se desaceleró, continuó siendo relativamente vigoroso, al menos hasta noviembre. La evolución de las empresas de la zona del euro continuó mostrando signos de relativa resistencia en la primera parte del 2008, sosteniendo con ello la demanda de préstamos. Otro factor que podría haber contribuido puede haber sido la utilización de líneas de crédito negociadas en épocas más favorables. La demanda de préstamos bancarios también podría haberse visto respaldada por un efecto de sustitución procedente de las dificultades para obtener financiación en los mercados de capitales, por la reducción de los fondos generados internamente y por la contracción del crédito comercial. Por otra parte, con frecuencia, las dificultades para realizar ajustes inmediatos de la capacidad productiva y aplicar los programas de reducción de costes impiden el ajuste del gasto de las empresas en el corto plazo. Esto puede explicar, en parte, la resistencia de la demanda de crédito observada en el segundo semestre del año, pese al deterioro de las perspectivas de crecimiento.

El crecimiento de la financiación de mercado (tanto mediante valores de renta fija como de renta variable) se desaceleró paralelamente al aumento del coste de estas fuentes de financiación. La tasa de crecimiento interanual de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras se redujo desde

**Gráfico 20 Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro**

(datos trimestrales; en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream 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.

aproximadamente el 9%, a principios de año, hasta el 6,6% en diciembre del 2008. La emisión de valores de renta fija a corto plazo, que se recuperó después de que se desencadenaran las turbulencias financieras en el verano del 2007, también experimentó una moderación progresiva. Este patrón queda confirmado por la evolución a corto plazo plasmada en los datos desestacionalizados. Además de la ampliación de los diferenciales de renta fija privada, es posible que esta dinámica también refleje la disminución de las operaciones de fusión y adquisición. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras registró una caída pronunciada durante el 2008, y en diciembre el crecimiento fue nulo. La insignificante contribución de la emisión neta de acciones cotizadas a la financiación neta del sector empresas de la zona del euro es atribuible al acusado incremento del coste de la financiación mediante valores de renta variable y a una situación de elevada volatilidad en los mercados de renta variable.

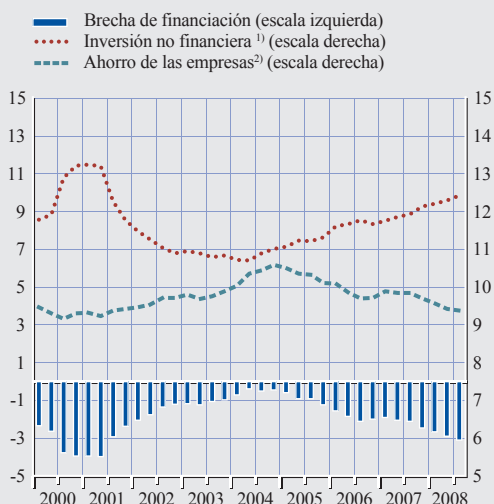
El crecimiento de la financiación externa de las sociedades no financieras, aún constatando su tendencia a moderarse, puede relacionarse con un aumento de la brecha de financiación o endeudamiento neto, calculado como la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital (véase gráfico 21). La brecha de financiación registrada por las sociedades no financieras de la zona del euro en el 2007 y hasta el tercer trimestre del 2008 fue resultado de la caída del ahorro empresarial y, en menor medida, del crecimiento de la inversión real en relación con el PIB. Durante los primeros meses del 2008, la disminución del ahorro empresarial fue consecuencia, principalmente, del aumento de los pagos de intereses.

### NUEVO INCREMENTO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS

Por lo que respecta a la evolución de la situación patrimonial de las sociedades no financieras de la zona del euro, el sostenido aumento de la financiación mediante deuda volvió a elevar las ratios de endeudamiento (véase gráfico 22).

**Gráfico 21 Brecha de financiación de las sociedades no financieras y sus componentes principales**

(en porcentaje del PIB; media móvil de cuatro trimestres)

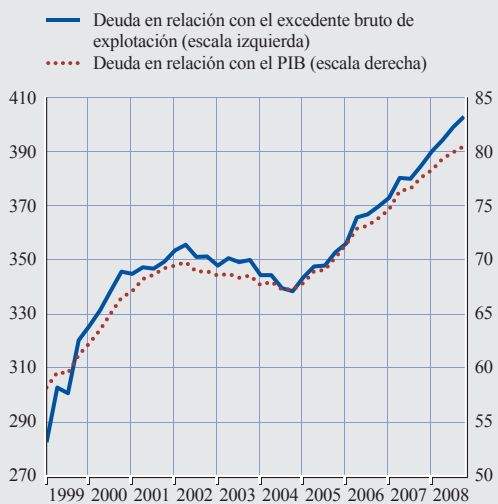


Fuente: BCE.

- 1) Incluye existencias y activos no financieros acumulados.
- 2) Incluye transferencias netas de capital.

**Gráfico 22 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras**

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones emitidos y reservas de los fondos de pensiones. La información incluida abarca hasta el cuarto trimestre del 2008.

En el cuarto trimestre del 2008, los ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación se incrementaron hasta el 80,5% y el 403%, respectivamente. Tras un período de consolidación entre el 2002 y el 2004, los ratios de deuda de las sociedades no financieras se han elevado de manera continuada en los cuatro últimos años. La ratio de deuda en relación con los activos financieros de las sociedades no financieras tendió a aumentar durante la mayor parte del año 2008, interrumpiendo la tendencia a la baja observada desde el primer trimestre del 2003. El mayor nivel de deuda junto con las subidas de tipos de interés se han traducido en un incremento significativo de la carga de intereses neta de las sociedades no financieras en el transcurso del 2008.

### 2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En el 2008, la inflación medida por el IAPC general se situó, en promedio, en el 3,3%, lo que supuso un fuerte aumento con respecto a los años anteriores, en los que las tasas de inflación interanual se mantuvieron en torno al 2,2%. Con ello, la inflación alcanzó un nivel muy superior a la definición de estabilidad de precios a medio plazo del BCE (véase cuadro 1). El incremento en el conjunto del año 2008 fue resultado de dos

perfiles muy distintos de la evolución del IAPC a lo largo del año: partiendo de un nivel elevado, el 3,1%, al final del 2007, las tasas de inflación interanual repuntaron hasta alcanzar el 4% en junio y julio del 2008, aunque retrocedieron a un ritmo rápido en los últimos meses del año, hasta situarse en el 1,6% en diciembre.

El acusado contraste que mostró la evolución de la inflación medida por el IAPC general en el 2008 estuvo determinado por el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas (precios de la energía y de otras materias primas, incluidas las alimentarias) (véase gráfico 23). En el primer semestre del año, la pujante demanda mundial hizo subir los precios de las materias primas, que alcanzaron niveles extremadamente altos, mientras que la rápida desaceleración de la actividad económica en el segundo semestre del año, que se tradujo en una pronunciada contracción al final del año, volvió a impulsar a la baja los precios. De forma especial, continuó la escalada de los precios del petróleo en el primer semestre del 2008, tras los rápidos aumentos observados en el 2007, hasta alcanzar un máximo histórico a comienzos de julio, en un contexto de tensiones en la oferta y la demanda. En el segundo semestre del año, los precios del petróleo bajaron muy rápidamente, hasta niveles muy inferiores a los registrados al

**Cuadro 1 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2008 Dic.	2009 Ene.
<b>IAPC y sus componentes</b>										
Índice general	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Energía	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Alimentos no elaborados	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Alimentos elaborados	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Bienes industriales no energéticos	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Servicios	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Otros indicadores de precios y costes</b>										
Precios industriales <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	.
Precios del petróleo (euro/barril) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Precios de las materias primas <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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

Nota: Los datos de precios industriales se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

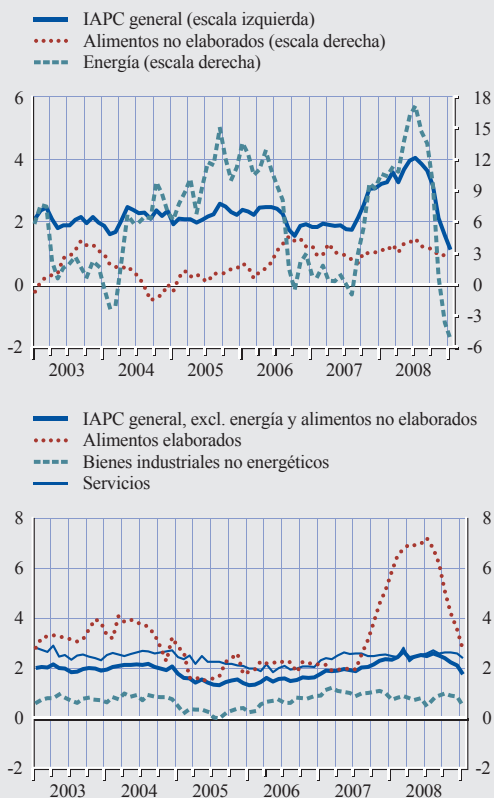
1) Excluida la construcción.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Excluida la energía; en euros.

**Gráfico 23 Principales componentes del IAPC**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

principio del año. Al mismo tiempo, la inflación en los precios de los alimentos elaborados, que se situaba ya en niveles elevados a finales del 2007, aumentó considerablemente en el primer semestre del año, como resultado de la disminución, a nivel mundial, de las existencias de materias primas alimentarias, antes de disminuir rápidamente hacia el final del año. Por el contrario, en el 2008 la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (elaborados y no elaborados) se mantuvo en general estable en el 1,9%, frente al 1,8% del 2007).

Los costes laborales se aceleraron en el primer semestre del 2008, observándose intensas presiones al alza sobre los costes laborales unitarios, en el contexto de un marcado descenso cíclico del crecimiento de la productividad del trabajo, lo que suscitó crecientes temores respecto al riesgo de que se produjesen importantes efectos de segunda vuelta en la zona del euro. Estos temores se agudizaron a mediados de año, antes de disminuir en otoño, al entrar la economía en una fase de profunda contracción.

En consecuencia, las percepciones y las expectativas de inflación de los consumidores, que habían aumentado de forma acusada en el primer semestre del año, alcanzando sus niveles máximos desde la introducción del euro, comenzaron a moderarse hacia finales de año.

#### **LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA Y LOS ALIMENTOS INFLUYÓ DE FORMA SIGNIFICATIVA EN LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC**

La volatilidad de los precios de las materias primas fue el principal factor determinante de las pronunciadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en el 2008. La continuada elevación de la tasa de inflación interanual, hasta alcanzar el 4% en junio y julio, se produjo después de registrarse aumentos sin precedentes de los precios de la energía y de las materias primas industriales y alimentarias (véase recuadro 4). Por el contrario, el rápido descenso de la inflación medida por el IAPC, hasta situarse en el 1,6% al final del año, fue resultado de la fuerte caída de los precios del crudo y de reducciones de los precios internacionales de una extensa variedad de otras materias primas, incluidas las alimentarias, así como de un efecto de base favorable, en un contexto de acelerado deterioro de la actividad económica.



#### Recuadro 4

### PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS E INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

Tras experimentar una fuerte subida entre comienzos del 2005 y julio del 2008 (véase gráfico A), los precios de una amplia variedad de materias primas han ido descendiendo ante el acusado deterioro de la actividad económica mundial. Este comportamiento, especialmente el de los precios del petróleo y de los alimentos, ha repercutido de forma significativa en los precios de consumo de la zona del euro y explica, en gran medida, el repunte de la inflación medida por el IAPC general en el 2008. En este recuadro se analizan los efectos de los precios de las materias primas sobre la inflación en la zona del euro<sup>1</sup>.

#### Efectos directos e indirectos

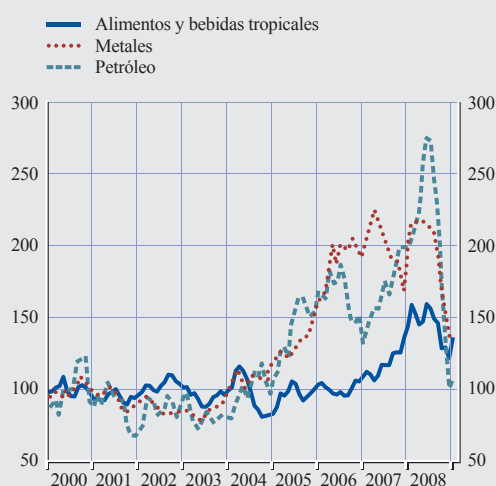
Los aumentos de los precios de las materias primas inciden directamente en la inflación medida por el IAPC, a través de su repercusión inmediata sobre los precios de consumo de la energía y de los alimentos, que representan casi el 30% del índice general. También pueden provocar un efecto indirecto sobre los precios de consumo a través de los precios industriales, ya que las empresas trasladan la elevación de los costes de los bienes intermedios a los precios de venta, a fin de mantener o recuperar sus márgenes.

La medida en que el incremento de los costes se traslada a las fases posteriores de la cadena de producción y a los consumidores depende de varios factores, tales como las presiones competitivas en el mercado y la situación del ciclo económico. Dado que las perturbaciones en los costes se trasladan a lo largo de la cadena de suministro con cierto retraso, se considera, en general, que los efectos indirectos tardan más en materializarse y son más duraderos que los efectos directos.

La mayor parte del aumento de la inflación, medida por el IAPC general, registrado desde agosto del 2007 fue resultado de los efectos directos e indirectos de la perturbación en los precios de las materias primas. En consecuencia, los precios de los alimentos elaborados y no elaborados y de la energía (los componentes del IAPC más expuestos a la perturbación) fueron repuntando de manera sostenida hasta julio del 2008, mientras que el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se mantuvo prácticamente estable a lo largo del período considerado (véase gráfico B).

#### Gráfico A Precios de las materias primas

(datos mensuales en euros; índice: 2000 = 100)



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

<sup>1</sup> Véanse el artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro» y el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del petróleo y su impacto sobre los precios de la zona del euro», en los Boletines Mensuales del BCE de noviembre y julio del 2004, respectivamente.

**Gráfico B Inflación medida por el IAPC**

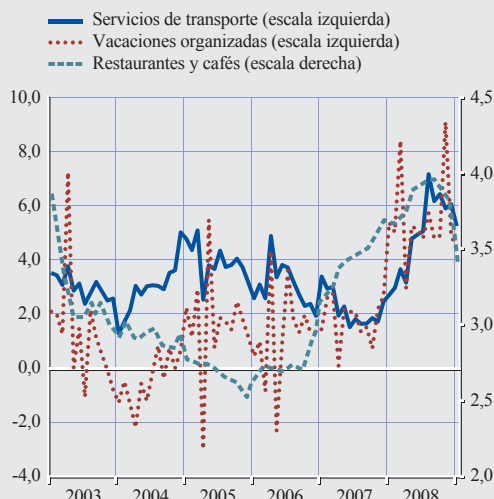
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico C Componentes de servicios del IAPC**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

También parecen haberse observado efectos indirectos en otros componentes del IAPC que utilizan el petróleo y las materias primas alimentarias como factores de producción. Por ejemplo, dentro del componente de servicios, los precios de los servicios de transporte, de los viajes organizados y de los restaurantes, que utilizan el petróleo y los alimentos como factores de producción, se elevaron considerablemente en el 2008, al encarecerse las materias primas (véase gráfico C). Sin embargo, estas subidas pueden reflejar también otros factores, además del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, como la evolución de los salarios y la fortaleza de la demanda de consumo, especialmente en el primer semestre del año.

### Efectos de segunda vuelta

Además de los efectos directos e indirectos, que suelen definirse como efectos de primera vuelta, una perturbación en los precios de las materias primas implica también el riesgo de efectos de segunda vuelta, que pueden ejercer presiones alcistas adicionales sobre los precios de consumo. Los efectos de segunda vuelta se refieren al aumento de los precios de consumo por encima del incremento derivado de los efectos de primera vuelta, debido al impacto de la perturbación sobre la negociación salarial y la fijación de precios. Una elevación de la tasa de inflación provocada por los efectos directos e indirectos de una perturbación en los precios de las materias primas puede originar efectos de segunda vuelta, si los agentes económicos (especialmente los que fijan los precios y los salarios) intentan compensar la pérdida en la renta real generada por anteriores perturbaciones que afectaron a la inflación. A su vez, ello puede influir en las expectativas de inflación y en la fijación de precios y salarios. De esta manera, una perturbación transitoria en la inflación puede afianzarse y ser más difícil de erradicar.

La posibilidad de que una perturbación en los precios de las materias primas produzca efectos de segunda vuelta depende de distintos factores, como la situación cíclica de la economía, la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo (en particular, si existen cláusulas de

indiciación automática de los salarios y de determinación de los precios), el mecanismo de formación de las expectativas de inflación y, sobre todo, la credibilidad del banco central.

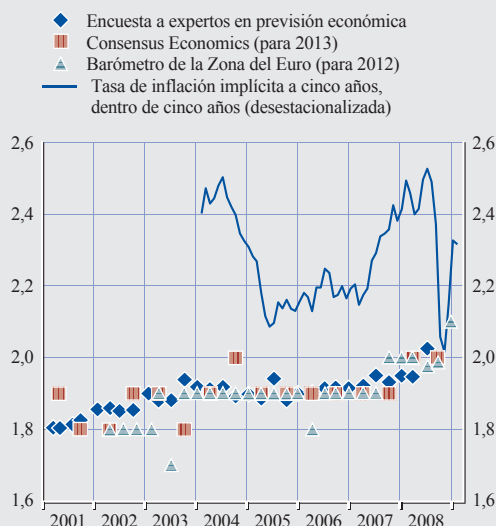
Las expectativas de inflación y la evolución de los costes laborales se pueden utilizar para realizar un seguimiento del riesgo de efectos de segunda vuelta. Las expectativas de inflación recogidas en las encuestas a expertos en previsión económica crecieron ligeramente entre mediados del 2007 y mediados del 2008. Las expectativas reflejadas en las tasas de inflación implícitas en el rendimiento de los bonos mostraron durante el mismo período una clara tendencia al alza, que se invirtió posteriormente, ante el agravamiento de las turbulencias financieras y la caída de los precios del petróleo (véase gráfico D). El perfil de la negociación salarial a lo largo del 2008 apunta también a un fuerte crecimiento de los salarios en varios países de la zona del euro, aunque es difícil determinar en qué medida este aumento puede atribuirse a efectos de segunda vuelta (para más detalles sobre el comportamiento reciente de los salarios en la zona del euro, véase el recuadro 5).

Aunque no se puede evitar que una perturbación en los precios de las materias primas tenga efectos «mecánicos» directos sobre los precios de consumo, y es posible que tenga efectos indirectos, dependiendo de la transmisión de la perturbación a lo largo de la cadena de precios, es esencial evitar que se produzcan presiones inflacionistas generalizadas derivadas de efectos de segunda vuelta. La función de una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo es garantizar que una perturbación en los precios de las materias primas no afecte a las expectativas de inflación a largo plazo y genere mayores presiones sobre los precios. En consecuencia, en un contexto de intensificación de las presiones inflacionistas, el BCE decidió elevar sus tipos de interés oficiales en julio del 2008, a fin de estabilizar las expectativas de inflación. Sin embargo, los tipos de interés se recortaron más adelante en el año, cuando se vio claramente que la acusada caída de los precios de las materias primas y la desaceleración económica reducirían sustancialmente las presiones inflacionistas.

Las acusadas fluctuaciones del componente energético del IAPC, cuya ponderación en el índice general es del 9,8%, reflejaron las bruscas variaciones de los precios de los combustibles líquidos (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción), determinadas por los precios internacionales del petróleo,

### Gráfico D Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasa de inflación implícita

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, BCE, Reuters y cálculos del BCE.

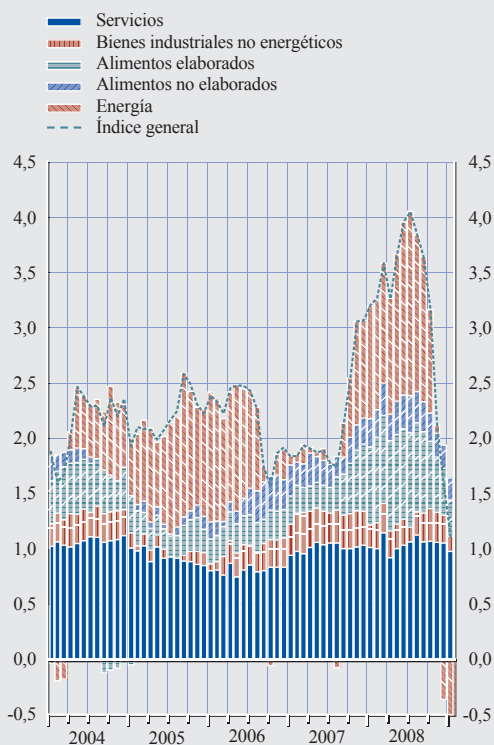
Nota: Las expectativas de inflación a largo plazo se recogen normalmente con periodicidad semestral en las previsiones de Consensus Economics, y trimestral en las de la Encuesta del BCE a expertos en previsión económica y del Barómetro de la Zona del Euro.

Las observaciones más reciente se refieren al 27 de febrero de 2009 para la tasa de inflación implícita, a enero del 2009 para la Encuesta a expertos en previsión económica y el Barómetro de la Zona del Euro, y a octubre del 2008 para Consensus Economics.

unidas a la respuesta retardada de los precios de los componentes energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas), que tienden a seguir los movimientos de los precios del crudo con cierto desfase (véase gráfico 24). En junio del 2008, los precios del petróleo en euros se situaban en torno a un 63% por encima

**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.

de los niveles observados un año antes. En diciembre del 2008 habían bajado hasta situarse un 49% por debajo de los niveles del año anterior, lo que supuso una caída del orden de un 63% con respecto al máximo alcanzado en junio del 2008. Esta marcada variación del perfil anual se acentuó todavía más, como consecuencia de las pronunciadas oscilaciones de los márgenes del refino. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IAPC alcanzó el 17% en julio del 2008, frente al 9,1% de diciembre del 2007, antes de descender rápidamente, incluso hasta situarse en un valor negativo (-3,6%) en diciembre.

Los precios del componente de alimentos elaborados del IAPC de la zona del euro mostraron un comportamiento similar al del

componente energético, con una considerable subida en el otoño del 2007, a la que siguió un acusado descenso a partir de mediados del 2008. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se elevó hasta el 7,2% en julio del 2008, desde el 2% registrado en julio del 2007, para luego disminuir hasta el 3,6% en diciembre del 2008. La fuerte subida y la posterior moderación de los precios de los alimentos elaborados estuvieron relacionadas, en gran medida, con el comportamiento de los componentes más sensibles a la evolución de los precios internacionales de las materias primas agrícolas, tales como el pan y los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas. Para el conjunto del año, la inflación en los precios de los alimentos elaborados alcanzó, en promedio, el 6,1% en el 2008, frente al 2,8% observado en el 2007. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados aumentaron un 3,5% en el 2008, en comparación con el 3% del 2007.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (elaborados y no elaborados) permaneció estable, en gran medida, a lo largo del 2008. El impacto de la notable elevación de los precios de los bienes intermedios, como resultado del encarecimiento de las materias primas (energéticas y no energéticas), se compensó con el efecto moderador de la reducción de las presiones sobre los precios de importación, en un contexto de apreciación del euro hasta mediados de año y de intensa competencia internacional, así como con el efecto de base favorable derivado del hecho de que el aumento de 3 puntos porcentuales del IVA llevado a cabo en Alemania el 1 de enero de 2007 empezó a desaparecer de las tasas de inflación interanual al comienzo del 2008.

Los precios de los bienes industriales no energéticos se incrementaron un 0,8% en el 2008, lo que supuso un ligero descenso en relación con la tasa del 1% registrada en el 2007. Pese a las presiones sobre los costes de los bienes intermedios señaladas por los precios industriales internos y a la elevada utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas, la inflación en los precios de los

bienes industriales no energéticos se moderó en el primer semestre del 2008, antes de repuntar ligeramente a partir de julio, debido, entre otras cosas, al impacto de la acusada apreciación del dólar estadounidense observada en el segundo semestre del año y a algunas rebajas extraordinarias que afectaron a los precios de los textiles en el verano.

La inflación en los precios de los servicios se mantuvo prácticamente sin cambios a lo largo de gran parte del 2008, aunque permaneció en niveles relativamente elevados, en torno al 2,5%, tras experimentar un acusado aumento en el 2007. Aunque el impacto indirecto de las subidas de los precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo y de los alimentos, puede haber contribuido a ejercer un efecto alcista persistente sobre algunos componentes de los servicios, como los de transporte y hostelería, ello se vio compensado, en gran medida, con la evolución de los precios de otros componentes de servicios, como los de las comunicaciones, que registraron pronunciados descensos.

#### MAYOR INFLACIÓN MEDIA EN LOS PRECIOS INDUSTRIALES EN EL 2008 Y FUERTES PRESIONES A LA BAJA HACIA FINALES DEL AÑO

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro alcanzaron niveles extremadamente altos a finales de la primavera, en el contexto de una elevada inflación en los precios de las materias primas, lo que acentuó los temores respecto a la inflación. Sin embargo, estas presiones se redujeron de forma constante en el transcurso del verano, y a un ritmo más acelerado en los últimos meses del año. Los índices de precios, excluidas la energía y la construcción, bajaron a partir de octubre, al iniciarse una rápida caída de los precios de las materias primas y al atemperarse las presiones sobre los factores de producción (capital y trabajo).

La tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro, excluida la construcción, se situó, en promedio, en el 6,2% en el 2008, muy por encima del 2,8% registrado

en el 2007, alcanzando un máximo histórico del 9,2% en julio del 2008, tras lo cual descendió rápidamente, hasta el 1,7%, en diciembre, como resultado, principalmente, del comportamiento de los precios de la energía y los alimentos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía se elevó hasta el 24,9% en julio del 2008, para caer hasta el 1,6% en diciembre.

En el 2008, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, alcanzó un nivel máximo del 4,4% en julio, y bajó posteriormente, hasta situarse en el 1,6% en diciembre. Este fuerte descenso afectó a los bienes intermedios y a los bienes de consumo, aunque en distinto grado y en momentos diferentes, e incidió en menor medida en los bienes de equipo (véase gráfico 25).

La inflación en los precios de los bienes intermedios se aceleró en los ocho primeros meses del 2008, hasta alcanzar el 6% en agosto. En el primer semestre del año, los precios de los

**Gráfico 25 Detalle de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

bienes intermedios estuvieron todavía sometidos a las presiones al alza generadas por las reiteradas subidas de los precios de las materias primas industriales y la energía. En el segundo semestre del año, la caída de estos últimos precios en los mercados internacionales y la desaceleración de la actividad económica moderaron la evolución de los precios de producción en algunas partidas de los bienes intermedios. Al final del año, los precios de producción de muchos bienes estaban descendiendo, en un contexto de acusada contracción de la actividad económica.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo evolucionó con cierto retraso y de forma más moderada, registrando un ligero aumento, del 2,2%, en septiembre (invirtiendo la tendencia a la baja observada en el 2007), que se estabilizó hacia el final del año, al intensificarse la competencia ante una rápida caída de la demanda.

En las fases finales de la cadena de producción, el acelerado crecimiento de los precios de los bienes de consumo registrado en los últimos meses del 2007 continuó en el primer semestre del 2008. La tasa de variación interanual del índice de precios del conjunto de bienes de consumo aumentó hasta el 4,7% en marzo del 2008, el nivel más alto observado desde el inicio de la Unión Monetaria en 1999, como consecuencia, básicamente, del comportamiento de los precios de los bienes de consumo no duradero, reflejo de las presiones sobre los precios internacionales de los alimentos. Si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos, la tasa de variación interanual de los

precios de los bienes de consumo permaneció estable a lo largo del año.

En conjunto, al final del año el debilitamiento general de la demanda en la zona del euro conllevó un considerable incremento de la competencia en los mercados, en distintas etapas del proceso de producción. Este entorno más competitivo, unido a la caída de los precios internacionales de las materias primas, se tradujo en descensos generalizados (o en una estabilización) de los precios de los bienes intermedios y de los precios de producción en los sectores de manufacturas y de servicios.

#### MARCADA ACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS COSTES LABORALES

Los indicadores disponibles apuntan a una importante aceleración del crecimiento de los costes laborales de la zona del euro hacia finales del 2007 y comienzos del 2008, tras años de moderación salarial. La tasa media de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en los tres primeros trimestres del año se situó en el 3,3%, muy por encima de las medias registradas en el período 2005-2007, que oscilaron entre el 1,8% y el 2,5% (véase cuadro 2). Los costes laborales por hora muestran un perfil similar, aunque se vieron afectados al alza en el primer trimestre por las fechas más tempranas en que cayó la Semana Santa en el 2008. Durante ese año, los salarios negociados crecieron también a un ritmo más acelerado, en comparación con el intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3% en el que habían estado fluctuando en años anteriores, aumentando hasta el 2,9% en el primer semestre del año, el 3,4%

**Cuadro 2 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2006	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Salarios negociados	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Costes laborales totales por hora	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Costes laborales unitarios	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.



en el tercer trimestre y el 3,5% en el cuarto trimestre.

La aceleración del crecimiento salarial observada en el primer semestre del año puede haber sido reflejo, además de diferencias en las tasas de crecimiento del empleo correspondientes a los distintos niveles de salarios, de tensiones en el mercado de trabajo y de las repercusiones directas e indirectas de la evolución pasada del IAPC. La escalada de los precios internacionales de las materias primas, las fuertes tensiones observadas en el mercado de trabajo y el pronunciado retraso con el que los cambios en la actividad económica tienen un impacto notorio sobre los costes laborales generaron, a mediados del 2008, un alto riesgo de que los efectos de segunda vuelta derivados, en particular, de la indiciación de los salarios con una inflación situada, aunque temporalmente, en cotas elevadas, contrarrestasen el efecto moderador que la desaceleración gradual de la actividad económica prevista entonces pudiese tener sobre los costes salariales.

La rápida reducción de las presiones inflacionistas mundiales, que hicieron caer la inflación medida por el IAPC por debajo del 2% en diciembre del 2008, y la brusca contracción de la actividad económica de la zona del euro, que fue más acentuada de lo previsto, aminoraron considerablemente el riesgo de que se materializaran efectos de segunda vuelta generalizados. Por un lado, cabía esperar que las empresas adoptasen medidas para contener los costes laborales a la vista de la incertidumbre existente respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro y, por otro, el acelerado deterioro de los mercados de trabajo contribuyó también a moderar las presiones sobre los costes salariales.

Los datos por sectores son indicativos de un comportamiento algo heterogéneo. Todos los indicadores de costes laborales señalaron tasas de crecimiento particularmente elevadas en el sector de la construcción en el 2008, como reflejo tal vez de algunos efectos de composición, con una concentración de los despidos en el colectivo

de trabajadores peor remunerados y con pronunciadas diferencias regionales. En el sector servicios, la remuneración por asalariado creció también de forma significativa, especialmente en los servicios no de mercado (véase gráfico 26). Por el contrario, en el sector industrial, la inflación en los costes laborales aumentó, en promedio, moderadamente y mostró un alto grado de volatilidad en el transcurso del 2008.

Como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica y del esperado impacto cíclico adverso sobre la productividad del trabajo, los costes laborales unitarios crecieron rápidamente, reduciendo los márgenes empresariales. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo disminuyó, hasta situarse, en promedio, en el 0,2% en los tres primeros trimestres del 2008, tornándose incluso negativa en el tercer trimestre, en comparación con las tasas de crecimiento del orden del 1% anual observadas en media en el período 2006-2007. Así pues, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se elevó desde el 1,6% registrado en el tercer trimestre del 2007, hasta el 3,6%

**Gráfico 26 Remuneración por asalariado, por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

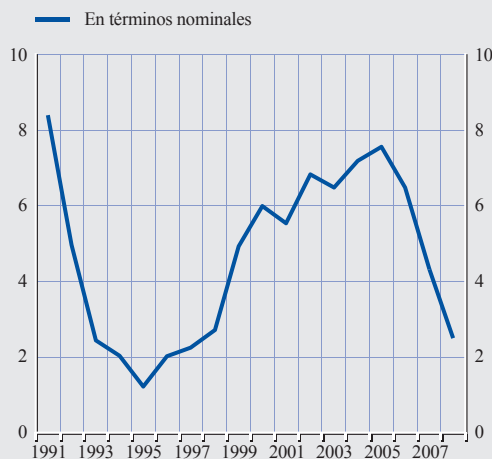
observado en el tercer trimestre del 2008. En los tres primeros trimestres del 2008, los costes laborales unitarios crecieron a una tasa interanual del 3,2%, en comparación con las tasas medias de crecimiento del 1,7% y del 0,9%, registradas en el 2007 y el 2006, respectivamente. El rápido incremento de los costes laborales unitarios redujo los beneficios en el transcurso del 2008, dado que las empresas no pudieron trasladar el crecimiento de los costes en su totalidad. Un indicador del margen de beneficio, medido como la diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB y la de los costes laborales unitarios, apunta a un descenso de los márgenes, tras varios años de ascensos. Los márgenes cayeron, en promedio, 0,9 puntos porcentuales en los tres primeros trimestres del 2008 con respecto al mismo período del año anterior, tras aumentar 0,9 puntos porcentuales en el 2007.

### DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES

Manteniendo la tendencia a la desaceleración observada desde el segundo semestre del 2005, el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, que no se incluyen en el IAPC, disminuyó en el primer semestre del 2008. Según las estimaciones más recientes, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales en el conjunto de la zona del euro descendió, hasta situarse en el 2,7% en el primer semestre del 2008, desde el 3,9% del segundo semestre del 2007 (véase gráfico 27). Los datos nacionales confirman que la moderación gradual de la inflación en los precios de la vivienda de la zona del euro fue relativamente generalizada en el primer semestre del 2008, pese a cierto grado de heterogeneidad entre los distintos países. El crecimiento de los precios de la vivienda se desaceleró de forma significativa en Bélgica, España y Francia, en comparación con el período 2006-2007. Los precios de la vivienda empezaron a bajar en Irlanda en el segundo semestre del 2007 y en Malta en el primer semestre del 2008. Sin embargo, en Italia, Países Bajos, Portugal y Austria, el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en el primer semestre

**Gráfico 27 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 al 2008 se refieren al primer semestre del año.

del 2008 fue comparable al registrado en el 2007. En Alemania, los precios de la vivienda subieron ligeramente en el 2008, tras un período de evolución moderada.

### EVOLUCIÓN DE LAS PERCEPCIONES Y LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

El marcado incremento de la inflación observada en el primer semestre del 2008 acrecentó la importancia de las percepciones y las expectativas de inflación para la evaluación de la evolución futura de la inflación. Según la encuesta de la Comisión Europea, la medida de las percepciones cualitativas de los consumidores acerca de la inflación en los doce meses anteriores siguió aumentando, alcanzando a mediados del 2008 niveles muy superiores a los registrados tras la puesta en circulación del euro en enero del 2002 (véase gráfico 28).

Al final del año, estas percepciones habían disminuido ligeramente. De forma similar, las expectativas de inflación de los consumidores para los próximos doce meses recogidas en la encuesta de la Comisión Europea (que han de considerarse en relación con las percepciones reflejadas en la misma encuesta) tendieron a

### Gráfico 28 Percepciones y expectativas cualitativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación

(saldo neto; datos desestacionalizados)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

umentar en los primeros meses del 2008 hasta el verano, antes de descender hasta situarse en niveles más bajos al final del año. Sin embargo, la encuesta mide las expectativas de precios a corto plazo, que se corresponden estrechamente con la inflación observada, y no calibra las expectativas a largo plazo, que son más importantes para la formulación de la política monetaria. La información obtenida de los expertos en previsión económica indica que las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas (a cinco años vista) se mantuvieron ancladas en torno al 2%, aunque a mediados de año se observaron señales de cierta tendencia al alza y de mayores riesgos, que se invirtieron posteriormente, según datos de Consensus Economics, del Barómetro de la Zona del Euro y de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica. Las tasas de inflación implícitas derivadas de los bonos y *swaps* indicados con la inflación de la zona del euro (utilizando la tasa de inflación implícita *forward* a un año dentro de cuatro años) se elevaron gradualmente, situándose por encima del 2,5% a mediados del 2008, antes de retroceder en otoño, hasta situarse en torno al 1,8% al final del año. Sin embargo, estas medidas basadas en los mercados (en particular, las basadas en los bonos) estaban en ese período distorsionadas por cambios bruscos en las preferencias de los inversores y

en la composición de las carteras. Con todo, a mediados del 2008, varios indicadores basados en las encuestas y en los mercados apuntaron a un riesgo evidente de que las expectativas de inflación no permaneciesen ancladas, lo que requería una señal clara, aunque equilibrada, por parte del BCE. Al final del año, las expectativas de inflación habían vuelto a bajar hasta niveles más satisfactorios.

## 2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

### INTENSA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El crecimiento del PIB real de la zona del euro se desaceleró hasta el 0,8% en el 2008, tras las sólidas tasas de crecimiento del 2,6% y del 3%, observadas en el 2007 y en el 2006, respectivamente (véase cuadro 3). Aunque a comienzos de año la actividad mostró una relativa capacidad de resistencia, se observó un rápido deterioro a partir de mediados de año, como consecuencia del debilitamiento de la demanda interna y de la pronunciada desaceleración de la economía mundial. El año terminó con una importante contracción de la actividad en un contexto de intensificación de las turbulencias financieras y con un deterioro sin precedentes en la actividad y la demanda mundiales.

Las tasas de crecimiento intertrimestral se vieron afectadas por determinados factores de carácter técnico. La elevada tasa de crecimiento del PIB, que se situó en el 0,7% en el primer trimestre, se debió al invierno inusualmente benigno observado en muchas partes de Europa, que impulsó la construcción y, por tanto, la inversión, y a la positiva contribución de las existencias al crecimiento al inicio del año. La reversión del comportamiento de estos factores contribuyó negativamente a la contracción intertrimestral del PIB, que fue del 0,2%, en el segundo trimestre del 2008. Pese a estos factores técnicos, el conjunto del primer semestre apuntó a una continuación de la suave desaceleración de la actividad observada a lo largo del 2007,

### Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales <sup>1)</sup>								Tasas intertrimestrales <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Producto interior bruto real	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
<i>del cual:</i>													
Demanda interna <sup>3)</sup>	2,9	2,4	.	2,1	1,7	1,1	0,8	.	0,1	0,6	-0,3	0,4	.
Consumo privado	2,1	1,7	.	1,3	1,3	0,4	0,1	.	0,2	0,0	-0,2	0,1	.
Consumo público	1,9	2,2	.	2,0	1,4	2,0	2,2	.	0,3	0,3	0,8	0,7	.
Formación bruta de capital fijo	5,8	4,2	.	3,2	3,7	2,6	0,9	.	1,0	1,4	-0,9	-0,6	.
Variación de existencias <sup>4)</sup>	0,0	0,0	.	0,2	-0,1	-0,2	0,1	.	-0,3	0,2	-0,2	0,4	.
Demanda exterior neta <sup>5)</sup>	0,2	0,3	.	0,1	0,4	0,4	-0,1	.	0,3	0,1	0,1	-0,6	.
Exportaciones <sup>5)</sup>	8,6	6,0	.	4,0	5,3	3,9	2,0	.	0,5	1,7	-0,1	0,0	.
Importaciones <sup>5)</sup>	8,4	5,4	.	3,9	4,4	3,1	2,2	.	-0,2	1,6	-0,5	1,4	.
Valor añadido bruto real													
<i>del cual:</i>													
Industria, excluida la construcción	3,9	3,6	.	3,3	2,7	1,3	-1,1	.	0,5	0,2	-0,6	-1,3	.
Construcción	3,0	3,2	.	1,7	2,8	1,6	0,4	.	0,9	2,6	-1,8	-1,2	.
Servicios de mercado <sup>6)</sup>	3,6	3,2	.	2,7	2,6	1,9	1,2	.	0,4	0,6	0,2	0,0	.

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. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

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 exportaciones e importaciones 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 exportaciones e importaciones 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.

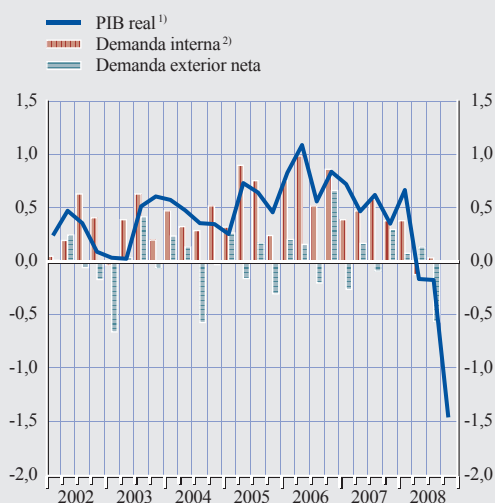
reduciéndose la tendencia de crecimiento del PIB, en términos trimestrales, del 0,5% al 0,25%. Sólo la mitad de este crecimiento intertrimestral registrado en el primer semestre del año es atribuible a la demanda interna, observándose un consumo muy moderado y una débil inversión residencial, mientras que la otra mitad tiene su origen en la demanda exterior neta.

No obstante, en el verano la demanda exterior comenzó a mostrar señales significativas de contracción, al ponerse de manifiesto una nueva pérdida de dinamismo en la economía norteamericana y una ralentización de la actividad de los mercados emergentes, que anteriormente se habían considerado a salvo de los efectos de la desaceleración mundial (véase gráfico 29).

A partir de septiembre del 2008, la repentina y extraordinaria intensificación y generalización de las turbulencias financieras y el aumento consiguiente de la incertidumbre provocaron una

### Gráfico 29 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.

2) Definida como la demanda interna excluida la variación de existencias.

rápida contracción del PIB de la zona del euro (-1,5% en tasa intertrimestral). Las empresas empezaron a reaccionar con energía al rápido descenso de su cartera de pedidos, posponiendo los planes de expansión y reduciendo las existencias como resultado del acceso más costoso y limitado a la financiación, mientras que creció el ahorro de las familias como reacción a la mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de empleo a corto plazo y a los efectos riqueza negativos.

#### **LA DESACELERACIÓN EN EL CRECIMIENTO DEL PIB FUE GENERALIZADA**

El debilitamiento del PIB durante el 2008 fue generalizado en todos los componentes de la demanda. La demanda exterior se fue moderando a medida que se desaceleraba la actividad en las economías avanzadas y que las turbulencias financieras afectaban de forma creciente a los mercados emergentes. La demanda interna también se ralentizó considerablemente. La subida de los precios de las materias primas afectó fuertemente a la renta real de los hogares en el primer semestre del año, mientras que el enfriamiento del mercado de la vivienda dio lugar a una rápida disminución de la inversión residencial. La atenuación de las presiones sobre la capacidad productiva, el aumento de la incertidumbre y las condiciones de financiación más restrictivas provocaron recortes en la inversión empresarial.

Ante el tímido crecimiento de la renta real, la caída de la riqueza financiera, el endurecimiento de las condiciones de concesión de los créditos y el empeoramiento de las perspectivas de los mercados de trabajo, el gasto de los hogares se moderó considerablemente en el transcurso del año, creciendo el consumo privado en torno a un 0,6% en el conjunto del 2008 –lo que se debió enteramente a los efectos de arrastre a partir del 2007 sobre la tasa de crecimiento anual, pues durante el 2008 el consumo aumentó solamente en uno de los trimestres– frente al 1,7% registrado en el 2007. Aunque el ritmo de crecimiento de la renta nominal de los hogares se mantuvo razonablemente elevado durante la mayor parte del año, como consecuencia del

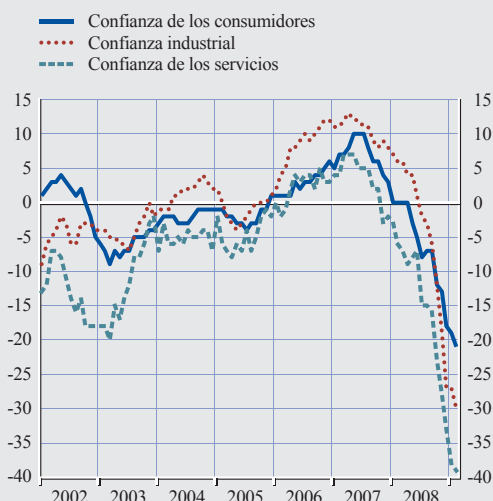
notable crecimiento de las rentas del trabajo (derivado de la aceleración de la remuneración por asalariado, y del mantenimiento de los niveles de empleo), la renta real disponible de los hogares se vio sometida a importantes presiones a la baja derivadas del incremento de la inflación medida por el IAPC. Las importantes subidas de los precios de las materias primas elevaron los costes de la cesta de consumo típica de las familias, y el crecimiento interanual de la renta real disponible registró su tasa más baja desde el 2003 (en torno al 0,7%, en promedio, en los tres primeros trimestres del 2008). Los hogares reaccionaron con precaución, y optaron por reducir el gasto en lugar de mantener el consumo mediante la disminución del ahorro.

Si bien el ciclo reciente se ha caracterizado, en general, por un gasto de los hogares relativamente contenido, es posible que las turbulencias financieras en curso hayan sido otro de los factores determinantes de la renuencia de los hogares a gastar. Las significativas caídas observadas en la riqueza financiera al desplomarse los mercados de valores obligaron a las familias –debido a que algunas de las pérdidas se percibieron como permanentes, o a que se acrecentó su incertidumbre acerca de las perspectivas económicas– a reducir el gasto y a aumentar el ahorro por motivos de precaución. El deterioro de las perspectivas sobre el mercado de trabajo también contribuyó a que retrocediera el índice que mide la confianza de los consumidores. Los indicadores de confianza de los consumidores, que habían alcanzado su máximo a mediados del 2007, cayeron hasta alcanzar sus niveles medios de largo plazo en los primeros meses del 2008, y siguieron empeorando de forma pronunciada, hasta situarse en niveles muy reducidos hacia finales de año (véase gráfico 30).

El crecimiento de la inversión total se redujo significativamente, hasta en torno al 0,6%, en el 2008, tras dos años de fuertes aumentos (5,8% en el 2006 y 4,2% en el 2007); las contracciones intertrimestrales registradas en los últimos tres trimestres contrarrestaron los efectos positivos de arrastre del año anterior, y la fortaleza registrada

**Gráfico 30 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.

en el primer trimestre estuvo asociada al influjo favorable de unas condiciones meteorológicas inusualmente benignas (fortaleza que, por mero cálculo matemático, deprimió el dato del segundo trimestre). Esta desaceleración fue más acusada en la inversión residencial que en la inversión privada.

Efectivamente, la inversión residencial se contrajo en el 2008, a raíz de que finalizara en el 2007 la fase expansiva del ciclo de construcción residencial, en el contexto de una desaceleración del crecimiento del precio de la vivienda. En general, la desaceleración fue más acusada en los países que habían registrado un crecimiento muy rápido en los años anteriores. La encuesta del Eurosistema sobre préstamos bancarios también indicaba una caída considerable de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda desde el inicio de las turbulencias financieras en el verano del 2007, debido al enfriamiento del mercado de la vivienda. Al mismo tiempo, se produjo un sustancial endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos.

La inversión empresarial, que había crecido a un fuerte ritmo en el 2007, como consecuencia de la alta rentabilidad y de las elevadas tasas de utilización de la capacidad productiva, también se desaceleró considerablemente en el 2008, cayendo en el segundo semestre del año tras el dinamismo del primer semestre. Este cambio de trayectoria de la inversión empresarial es atribuible, en distinta medida, al debilitamiento de la demanda y la consiguiente disminución de las presiones sobre la capacidad productiva, a la reducción de la rentabilidad derivada de la transmisión incompleta de las perturbaciones del precio de las materias primas en el primer semestre del año y al incremento de los costes laborales en el transcurso del año, y al endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos.

El endurecimiento de las condiciones de financiación, que comenzó a producirse al inicio de las turbulencias financieras, se aceleró de forma abrupta en septiembre del 2008, empujando considerablemente al alza el coste de la financiación de mercado, así como el coste real total de la financiación (una medida agregada que combina los costes de obtener financiación en los mercados de renta fija y renta variable y en los bancos). No obstante, la proporción de empresas que citó la financiación como factor limitador de la producción siguió siendo reducida en el 2008. Ello se debió, en gran medida, al hecho de que el impacto del endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos tiende a aparecer con retraso, porque las empresas pueden utilizar líneas de crédito otorgadas anteriormente, y a que los fondos generados internamente se mantenían en niveles elevados. Además, la proporción de empresas industriales que señalan la falta de equipo o de espacio como factor limitador de la producción se redujo sensiblemente tras alcanzar un máximo en el tercer trimestre del 2007, mientras que la tasa de utilización de la capacidad industrial volvió a su media de largo plazo en octubre del 2008. Por otra parte, las empresas tuvieron que hacer frente a una mayor incertidumbre en cuanto a las perspectivas económicas, como pone de manifiesto la excepcional volatilidad



de los mercados financieros, especialmente en los últimos meses del 2008, y la dispersión excepcionalmente amplia de las predicciones relativas al PIB de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE para el cuarto trimestre del 2008.

El crecimiento de las exportaciones de la zona del euro se desaceleró de forma pronunciada en el 2008, hasta situarse en una tasa de crecimiento interanual en torno al 1,8%, frente al 6% del 2007, y se tornó negativo en los últimos tres trimestres del año. El entorno exterior se deterioró significativamente en el 2008, agravado por la crisis financiera, pues se desaceleró el crecimiento en las economías avanzadas y los mercados emergentes se vieron cada más afectados. En los últimos meses del año, diversos índices de encuestas sobre pedidos de exportaciones industriales o carteras de pedidos cayeron hasta niveles históricamente bajos. Las importaciones de la zona del euro también se desaceleraron en el 2008, como consecuencia de la atonía observada en la demanda interna. La demanda exterior neta tuvo un efecto neutral sobre el crecimiento en el 2008, tras dos años de contribuciones positivas, ya que las importantes cifras negativas del segundo semestre del año contrarrestaron las cifras positivas registradas en el primero y los efectos de arrastre del 2007.

Desde una perspectiva sectorial, la desaceleración de la actividad fue generalizada, aunque fue más acusada en la rama industrial, que tiende a mostrar una mayor sensibilidad hacia los ciclos económicos. La actividad manufacturera cayó fuertemente en el segundo semestre del año, en especial en lo que se

refiere a los bienes de equipo, que se vieron afectados por una demanda exterior más débil, una rápida reducción de la cartera de pedidos y un pronunciado recorte de la actividad en el sector del automóvil. La construcción mantuvo su atonía, pese al impulso transitorio que experimentó en el primer trimestre debido a las buenas condiciones meteorológicas, con un deterioro continuado en el sector residencial, que fue particularmente intenso en algunos países. Aunque con una capacidad de resistencia mayor, los servicios crecieron al ritmo más lento observado desde el 2004, en un entorno de debilidad del consumo privado y de pérdida de ritmo de la actividad industrial.

#### **DETERIORO EN EL MERCADO DE TRABAJO**

La situación del mercado de trabajo de la zona del euro empeoró en el 2008, tras dos años de mejoras sustanciales.

En los años anteriores, el mercado de trabajo de la zona del euro se había comportado muy favorablemente, habiéndose observado un considerable aumento del empleo, unos crecientes niveles de participación y una tasa de paro que, a comienzos del 2008, se situaba en su nivel más bajo desde los años ochenta (7,3%). Así pues, a finales del 2007, existían importantes tensiones en los mercados de trabajo y estaban comenzando a intensificarse las presiones salariales. Sin embargo, esta tendencia se invirtió a lo largo del 2008, de modo que el empleo se contrajo en el segundo semestre del año y la tasa de paro se incrementó a partir del segundo trimestre y se aceleró hacia finales de año (véase el recuadro 5 para más información).

## Recuadro 5

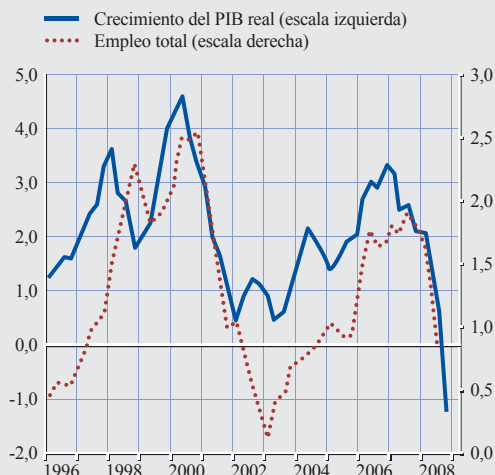
### EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO EN EL 2008

Tras tres años de intenso crecimiento del empleo y de rápida reducción del desempleo, los mercados de la zona del euro experimentaron una evidente desaceleración en el 2008. El desempleo comenzó a aumentar en el segundo trimestre del año, alcanzando el 8,1% a finales del 2008, mientras que la tasa de crecimiento interanual del desempleo disminuyó hasta el 0,8% en el tercer trimestre, más de 1 punto porcentual por debajo de la media del año anterior. En este recuadro se examinan los factores que explican el empeoramiento registrado en la evolución de los mercados de trabajo.

En general, la evolución de las variables del mercado de trabajo tiende a ir a la zaga de las de la actividad económica. En el gráfico A se observa cómo el crecimiento del empleo va claramente por detrás del crecimiento económico. Cuando se produce por primera vez una caída de la demanda, las empresas no saben si ésta es de carácter transitorio o si puede que sea más persistente. Por lo tanto, suelen reaccionar manteniendo los niveles de producción y de empleo, lo que genera una acumulación de existencias de los bienes que no se han vendido. Si, con el tiempo, la caída de la demanda persiste, las empresas tienen que frenar la acumulación excesiva de existencias y empezar a reducir la producción. No obstante, por lo general, siguen manteniendo los niveles de empleo. Cuando los empresarios no saben con certeza cuál será la posible profundidad o duración de la desaceleración, existen muchas posibilidades de que ajusten el factor trabajo mediante la modificación de la jornada laboral y no del número de personas empleadas. Los motivos son evidentes: dados los significativos costes de contratación, formación y despido, los empresarios son reacios a «dar de baja» su inversión en personal hasta estar seguros de que es probable que se mantenga la fase bajista en los mercados de productos. Por ello, las empresas prefieren mantener los niveles de empleo y recortar la producción mediante la reducción de la utilización de la capacidad productiva (v.g., acortando las horas trabajadas o disminuyendo la producción por trabajador). Aunque no es posible deducirlo directamente de los datos trimestrales más recientes (debido al efecto distorsionador que supone que la Semana Santa cayera tan pronto en el 2008), parece haberse producido una cierta desaceleración de la tasa de crecimiento de las horas trabajadas durante el 2008 (véase el gráfico B). La media de horas trabajadas en el primer semestre del 2007 y en el primer semestre del 2008 muestra un acusado descenso en la tasa de crecimiento del total de horas trabajadas (desde aproximadamente el 1,7%, en términos anualizados, en el primer semestre del 2007, hasta justo por encima del 1,2%, en el primer semestre del 2008; véase la línea punteada). Además, si se compara con años anteriores, en el 2008, más que el nivel de desempleo, son las horas trabajadas las que parecen haber desempeñado un papel cada vez más importante en la determinación de la evolución del crecimiento del total de horas trabajadas.

**Gráfico A Crecimiento del PIB real y del empleo total en la zona del euro**

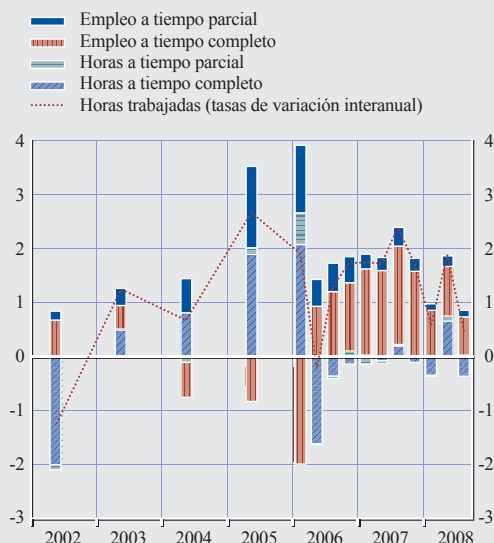
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico B Desagregación del crecimiento de las horas trabajadas**

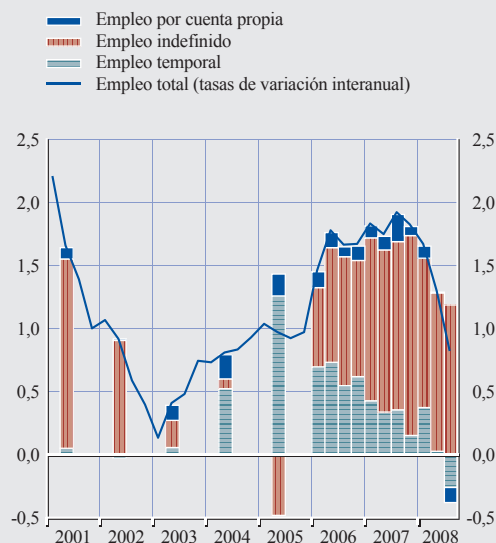
(en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico C Desagregación del crecimiento del empleo por tipo de contrato**

(en puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)



Fuente: Eurostat.

Sólo cuando se espera que la caída de la demanda y el necesario recorte de la producción sean persistentes y significativos, se observa una reducción sustancial de los niveles de empleo, pues las empresas tratan de recortar los costes laborales. Es posible que un acusado deterioro de la demanda de trabajo afecte en primer lugar a aquellas categorías de trabajadores cuyas condiciones de trabajo son más flexibles, tales como los trabajadores temporales, a los que es menos caro despedir. Existe actualmente una amplia evidencia empírica acerca de que la evolución del empleo temporal muestra un perfil diferente al del empleo indefinido en periodos de pérdida de dinamismo de la actividad y de contracción económica<sup>1</sup>. Como suele suceder en las primeras etapas de una desaceleración económica, en el 2008 la tasa de crecimiento del empleo temporal se redujo con más rapidez que la del empleo indefinido (véase gráfico C).

Asimismo, es probable que durante la recesión se observe un incremento del trabajo a tiempo parcial por varios motivos. En primer lugar, la debilidad de la actividad económica puede provocar cambios en la estructura de la economía, lo que incluye un desplazamiento hacia aquellos sectores que suelen recurrir más a trabajos a tiempo parcial. En segundo lugar, los empresarios pueden modificar las horas trabajadas en consonancia con los cambios observados en la demanda del producto, hasta el punto de que puestos de trabajo que habían sido anteriormente a tiempo completo se transforman en empleos a tiempo parcial<sup>2</sup>. En tercer lugar, algunos trabajadores que preferirían trabajar a tiempo completo podrían verse obligados a considerar trabajos a tiempo parcial porque no encuentran un puesto de trabajo a tiempo completo. Por último, es posible que nuevos trabajadores se incorporen al mercado de trabajo cuando los miembros de una familia se

1 Véase, por ejemplo, S. Bentolila y G. Saint-Paul, «The macroeconomic impact of flexible labor contracts, with an application to Spain», *European Economic Review*, vol. 36, 1992, pp. 1013-1047; B. Holmlund y D. Storrie, «Temporary work in turbulent times: the Swedish experience», *Economic Journal*, vol. 112, junio 2002, pp. F245-F269.

2 En su mayor parte, la Encuesta de Población Activa de Eurostat distingue entre empleo a tiempo completo y empleo a tiempo parcial a partir de la valoración de los encuestados.

ven obligados a trabajar a tiempo parcial para compensar la pérdida de empleo o el subempleo del asalariado principal del hogar<sup>3</sup>. Con todo, no siempre es fácil identificar en los datos estos efectos cíclicos, ya que el crecimiento del empleo a tiempo parcial en la zona del euro ha seguido en el largo plazo una clara tendencia al alza, debido en gran medida a las reformas del mercado laboral encaminadas a fomentar una mayor participación en el mercado de trabajo (véase gráfico D).

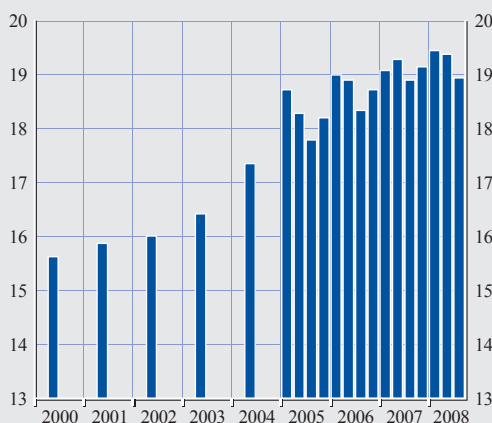
Mientras tanto, es posible que la oferta potencial de trabajo crezca con menor rapidez como consecuencia de una desaceleración económica. Es un fenómeno bien conocido que algunos trabajadores desisten de buscar trabajo al observar una caída en el número de empleos disponibles. La naturaleza de la actual

desaceleración puede provocar algunos desplazamientos de trabajadores desde los sectores más afectados por la recesión (v.g., los servicios financieros, el sector inmobiliario y la construcción, y el sector del automóvil) hacia otros sectores, mientras que el desajuste resultante –al tardar los trabajadores en volver a formarse y en encontrar un nuevo puesto de trabajo– puede dar lugar a una desaceleración de la oferta de mano de obra. Las contracciones de carácter cíclico pueden tener un efecto negativo a largo plazo sobre el crecimiento de la oferta de trabajo al atrofiarse las capacidades de los trabajadores. Este problema resulta ser especialmente grave cuando los individuos permanecen desocupados durante mucho tiempo; cuanto más tiempo estén parados, más se alejarán del mercado de trabajo. Conforme se hace más difícil que estos individuos encuentren trabajo, más probabilidades hay de que aumente el desempleo a largo plazo.

En tales circunstancias, las medidas relativas al mercado de trabajo han de evitar el deterioro estructural en los niveles de empleo y la reducción a largo plazo de la tasa de actividad. Estas medidas deberían incluir las políticas encaminadas a apoyar la flexibilidad salarial y a fomentar la moderación de los salarios, sobre todo mediante la reforma o la abolición de los sistemas de indicación de los salarios. Tales políticas reducirían las presiones sobre los costes que tienen las empresas, aumentarían la competitividad y favorecerían el empleo. Las reformas encaminadas a incrementar la efectividad y la eficiencia de las políticas laborales activas harían que al parado le resultara más fácil formarse y encontrar un nuevo trabajo. En cuanto a los ocupados, las políticas que permitieran una mayor flexibilidad en el ajuste de las horas trabajadas podrían ofrecer a las empresas cierto margen de maniobra para reducir las horas trabajadas sin tener que recurrir al despido y, por lo tanto, perder capital humano. Las reformas del mercado de trabajo deben aplicarse con vistas a mejorar la resistencia de la economía de la zona del euro a las crisis y a crear un entorno favorable para la recuperación y el crecimiento económico a largo plazo, así como para la creación de empleo.

**Gráfico D Empleo a tiempo parcial en la zona del euro**

(en porcentaje del empleo total)



Fuente: Eurostat.

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, H. Buddelmeyer et al., «Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis», Documento de Trabajo del BCE, nº 872, febrero 2008.

#### Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

(tasas de variación con respecto al período anterior; en porcentaje)

	2005	2006	2007	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008
				II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Población activa	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Empleo	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Agricultura <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Industria <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
excl. construcción	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
Construcción	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Servicios <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
<b>Tasas de desempleo<sup>4)</sup></b>													
Total	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Menores de 25 años	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
De 25 años o mayores	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

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.

Desde una perspectiva sectorial, el empleo en la construcción se contrajo a una tasa interanual del 2,7% en el tercer trimestre del 2008, tras haber crecido de forma acusada en el 2007, a una tasa del 3,9% (véase cuadro 4). El empleo en la industria, excluida la construcción, se incrementó en el primer semestre del año, continuando con un patrón poco habitual que se había iniciado en el 2007 tras años de haberse observado pérdidas de empleo, pero volvió a su tendencia histórica a la baja en el segundo semestre del año. El crecimiento del empleo en la rama de servicios mostró una relativa capacidad de resistencia, registrándose una tasa de variación intertrimestral anualizada del 1,6% en el primer semestre del año.

El incremento medio mensual del número de personas desempleadas durante el 2008 se situó en torno a 170.000. La tasa de paro era del 8,1% en diciembre del 2008 (véase gráfico 31).

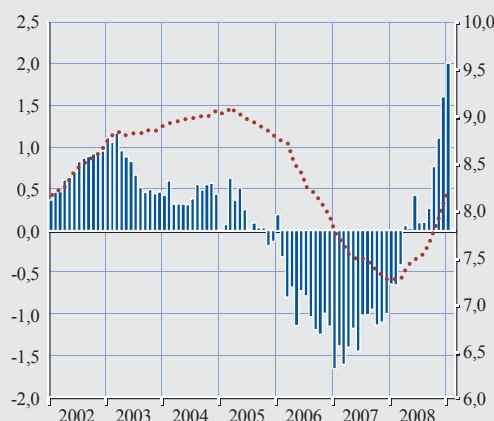
El crecimiento de la productividad del trabajo, medido como el PIB dividido por el empleo total, se redujo, en promedio, casi hasta cero en el 2008 (con caídas en el segundo semestre del año), desde el 1% del 2007. Esta brusca desaceleración observada en el crecimiento de la productividad del trabajo se debió, principalmente, al ciclo económico. A las empresas les resulta costoso

contratar y despedir a los trabajadores, especialmente a los que tienen un contrato indefinido, pues ello suele estar asociado a cuantiosas pérdidas en capital humano específico. Así, las empresas pueden conservar inicialmente a los empleados al comienzo de la desaceleración si esperan que ésta sea suave o de corta duración, o si desean esperar para evaluar su magnitud.

#### Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

— Variación interanual en millones (escala izquierda)<sup>1)</sup>  
 ..... Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

## 2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

### CAMBIO DE SENTIDO DE LA SITUACIÓN PRESUPUESTARIA EN EL 2008

Los resultados presupuestarios relativamente favorables alcanzados en los últimos años se invirtieron, en parte, en el 2008, a medida que fue desarrollándose la crisis financiera y deteriorándose el entorno macroeconómico con rapidez. Según las previsiones intermedias de la Comisión Europea de enero del 2009, el saldo medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuyó desde el -0,6% del PIB en el 2007 hasta el -1,7% en el 2008

(véase cuadro 5). El aumento del déficit se debe a la caída de los ingresos, atribuible en parte a recortes impositivos, y al incremento del gasto primario, en un contexto de ralentización de la actividad económica. El efecto de las intervenciones de los Gobiernos para estabilizar el sistema financiero sobre el déficit del año 2008 fue insignificante.

En Irlanda, Grecia, España, Francia y Malta, el déficit público se incrementó por encima del valor de referencia del 3% del PIB en el 2008, mientras que en el 2007 únicamente Grecia registró un déficit superior al citado valor de referencia.

**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

	2006	2007	2008
Bélgica	0,3	-0,3	-0,9
Alemania	-1,5	-0,2	-0,1
Irlanda	3,0	0,2	-6,3
Grecia	-2,8	-3,5	-3,4
España	2,0	2,2	-3,4
Francia	-2,4	-2,7	-3,2
Italia	-3,4	-1,6	-2,8
Chipre	-1,2	3,4	1,0
Luxemburgo	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Países Bajos	0,6	0,3	1,1
Austria	-1,5	-0,4	-0,6
Portugal	-3,9	-2,6	-2,2
Eslovaquia	-3,5	-1,9	-2,2
Eslovenia	-1,2	0,5	-0,9
Finlandia	4,1	5,3	4,5
Zona del euro	-1,3	-0,6	-1,7

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	2006	2007	2008
Bélgica	87,8	83,9	88,3
Alemania	67,6	65,1	65,6
Irlanda	24,7	24,8	40,8
Grecia	95,9	94,8	94,0
España	39,6	36,2	39,8
Francia	63,6	63,9	67,1
Italia	106,9	104,1	105,7
Chipre	64,6	59,4	48,1
Luxemburgo	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Países Bajos	47,4	45,7	57,3
Austria	62,0	59,5	59,4
Portugal	64,7	63,6	64,6
Eslovaquia	30,4	29,4	28,6
Eslovenia	26,7	23,4	22,1
Finlandia	39,2	35,1	32,8
Zona del euro	68,3	66,1	68,7

Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. En las previsiones de la Comisión, la media de la zona del euro incluye Eslovaquia, que se incorporó a la zona del euro el 1 de enero de 2009.



El déficit de este país en el 2007 fue revisado al alza hasta el 3,5% del PIB en la validación por parte de Eurostat de la notificación de otoño del 2008, desde el 2,8% de la notificación de primavera del 2008. Esta revisión fue resultado de la corrección de la contabilización de las subvenciones de la UE, y de la mejor cobertura de las partidas extrapresupuestarias y de las cuentas de las administraciones locales y la seguridad social. Si se comparan las cifras del 2008 con los objetivos fijados en las actualizaciones de los programas de estabilidad publicadas a finales del 2007 y principios del 2008, en promedio, el saldo presupuestario de la zona del euro fue inferior en 0,8 puntos porcentuales al crecimiento del PIB.

Como consecuencia del deterioro económico y presupuestario y de las intervenciones de los Gobiernos para estabilizar el sistema financiero, la ratio media de déficit de la zona del euro aumentó del 66,1% del PIB en el 2007 al 68,7% en el 2008. El incremento de la deuda podría terminar siendo aún mayor, en función de la clasificación estadística de las operaciones de rescate financiero que realice Eurostat y que todavía está por finalizarse (véase recuadro 7). En particular, la deuda de las Administraciones Públicas experimentó un considerable aumento en los países en los que se llevaron a cabo intervenciones importantes en instituciones financieras o que experimentaron una fuerte desaceleración macroeconómica. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de deuda por parte de las Administraciones Públicas de la

zona del euro en el 2008 aumentó sensiblemente con relación al 2007, mientras que los diferenciales de la deuda soberana con respecto a Alemania se ampliaron considerablemente en algunos países (véase recuadro 6).

Según las estimaciones de la Comisión Europea, en el 2008, el saldo presupuestario estructural medio (saldo ajustado por el ciclo, excluidas las medidas singulares y aisladas y otras medidas de carácter transitorio) de la zona del euro se redujo 0,7 puntos porcentuales, hasta el -2,3% del PIB. La disminución del saldo estructural fue equivalente a más de la mitad del incremento de la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas, lo que apunta a que (en promedio) las condiciones cíclicas causaron un impacto más limitado. Además, se observó un «efecto de composición» favorable. El crecimiento de determinadas variables con alto contenido recaudatorio, tales como los salarios y el consumo privado (nominal), continuó respaldando los ingresos fiscales en algunos países, pese al deterioro general de la situación económica. No obstante, se ha de observar que, dada la coyuntura actual, las estimaciones del saldo estructural están sujetas a una incertidumbre considerable, y es posible que se revisen posteriormente. Si se atiende a los países individualmente, entre los de la zona del euro sólo Chipre, Luxemburgo, Países Bajos y Finlandia cumplieron su objetivo presupuestario de medio plazo, mientras que España y Eslovenia se desviaron de los suyos respectivos.

#### Recuadro 6

##### EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN Y DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO

La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de la deuda pública de la zona del euro fue del 8% en el 2008. Aunque esta tasa fue considerablemente superior al 2,8% del 2007 (véase cuadro A)<sup>1</sup>, es comparable a las registradas en períodos anteriores de ralentización del crecimiento económico. Esta expansión de la emisión neta de deuda pública, junto con la pronunciada desaceleración del

<sup>1</sup> Las tasas de crecimiento se calculan a partir de transacciones financieras y, por lo tanto, excluyen reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Para más detalles, véanse las notas técnicas relativas a los cuadros 4.3 y 4.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual del BCE.

## Cuadro A Tasas de crecimiento interanual de la deuda pública de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total Administraciones										
Públicas	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
A largo plazo	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
A tipo de interés fijo		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
A tipo de interés variable		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
A corto plazo	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Fuente: BCE.

crecimiento del PIB observada en el 2008, quedó también reflejada en el deterioro de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro, que se incrementó desde el 66,1% en el 2007 hasta el 68,7% en el 2008<sup>2</sup>.

Si se considera la composición de la emisión neta en el 2008, la actividad en el mercado primario de deuda pública a corto plazo de la zona del euro fue considerablemente intensa. Esto se debe, en parte, a que la pendiente de la curva de rendimientos aumentó su inclinación durante el 2008, lo que hizo que la financiación a corto plazo resultara relativamente más barata. Esto es un rasgo común a otros episodios de desaceleración del crecimiento económico y de trayectoria descendente de los tipos de interés a corto plazo. En consecuencia, la deuda a largo plazo representó alrededor del 88,7% del saldo vivo de deuda pública en el 2008, el nivel más bajo registrado desde el inicio de la tercera fase de la UEM (véase cuadro B).

En el gráfico A se muestra la desagregación de las variaciones de los pagos de intereses en: i) el efecto derivado de las variaciones de la deuda pública, ii) el efecto resultante de las variaciones de los tipos de interés y iii) un efecto cruzado residual<sup>3</sup>. Los pagos de intereses se incrementaron alrededor de 0,2 puntos porcentuales del PIB en el 2008. Esta evolución fue reflejo, en su mayor parte, del aumento del nivel de la deuda pública, mientras que el impacto de la reducción de los tipos de interés y los efectos cruzados fue marginal.

Tras los acontecimientos desencadenados por las turbulencias financieras que comenzaron en agosto del 2007, en el 2008, los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y los bonos alemanes se ampliaron sustancialmente, especialmente en el segundo semestre del año. Esto queda ilustrado en el gráfico B, que muestra los diferenciales frente a Alemania de ocho países de la zona del euro (Bélgica, Irlanda, Grecia, Francia, Italia, Países Bajos, Portugal y España). Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública entre los países de la zona del euro reflejan, en última instancia, diferencias en el riesgo de crédito y en las primas de liquidez.

2 En enero del 2009, el posible impacto directo que el apoyo al sector bancario anunciado por los Gobiernos podría tener sobre la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se estimaba en 284,6 mm de euros (alrededor del 3% del PIB de la zona del euro).

3 La variación de los pagos de intereses (nominales),  $I$ , puede desagregarse de la manera siguiente:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Efecto de la} \\ \text{variación} \\ \text{de la deuda} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{Efecto de la} \\ \text{variación del} \\ \text{tipo de interés} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{Efecto cruzado} \\ \text{(residual)} \end{array} \right\}$$

donde  $B$  es la deuda pública nominal e  $i$  es el tipo de interés medio implícito ( $I/B$ ).

## Cuadro B Estructura de los saldos vivos de la deuda pública de la zona del euro

(en porcentaje del total de deuda emitida por las Administraciones Públicas; fin de período)

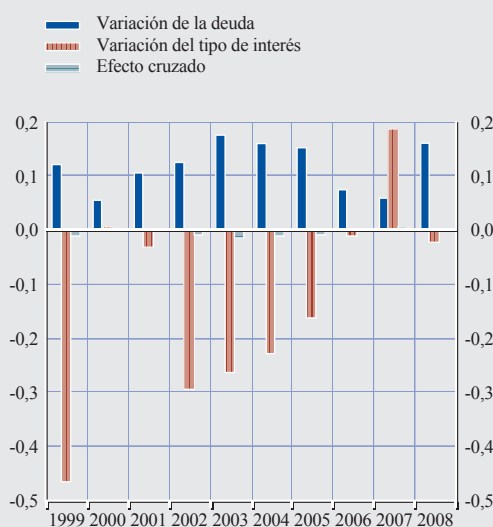
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Administración Central	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Deuda a largo plazo</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Deuda a corto plazo</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Otras Administraciones Públicas	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Deuda a largo plazo</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Deuda a corto plazo</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Total Administraciones Públicas										
<i>A largo plazo</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
A tipo de interés fijo	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
A tipo de interés variable	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>A corto plazo</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Total Administraciones Públicas, en mm de euros	3.453,4	3.549,1	3.775,5	3.949,4	4.151,7	4.386,7	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.239,6

Fuente: BCE.

En primer lugar, en respuesta a la intensificación de las turbulencias financieras en el segundo semestre del 2008, en la cumbre de los países de la zona del euro celebrada en París el 12 de octubre se anunció la adopción de un paquete de medidas coordinadas de rescate para el sector bancario, entre las que se incluían garantías para la deuda de las entidades de crédito, inyecciones de capital y adquisiciones en firme de activos de riesgo. La carga fiscal prevista que conlleva la aplicación de estas medidas puede haber acrecentado la percepción de probabilidad de impago de la deuda soberana. Las primas de riesgo de crédito se incrementaron en todos los países de la zona del euro, aunque en distinta medida, como se ilustra en el gráfico C, en el que se muestra la

### Gráfico A Desagregación de la variación de los pagos de intereses en el período 1999-2008

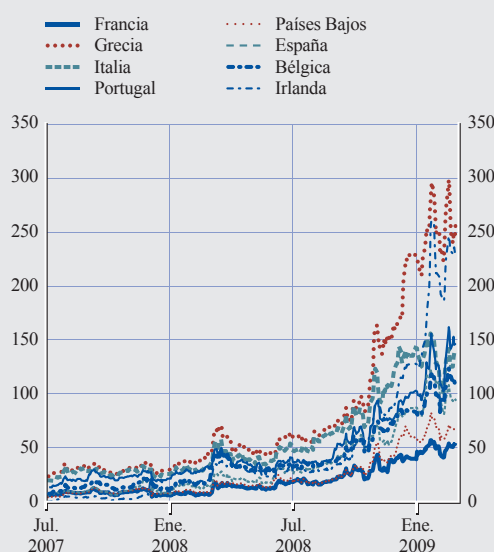
(en porcentaje del PIB; datos anuales)



Fuente: Comisión Europea (base de datos AMECO).

### Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a la de Alemania

(datos diarios; puntos básicos)



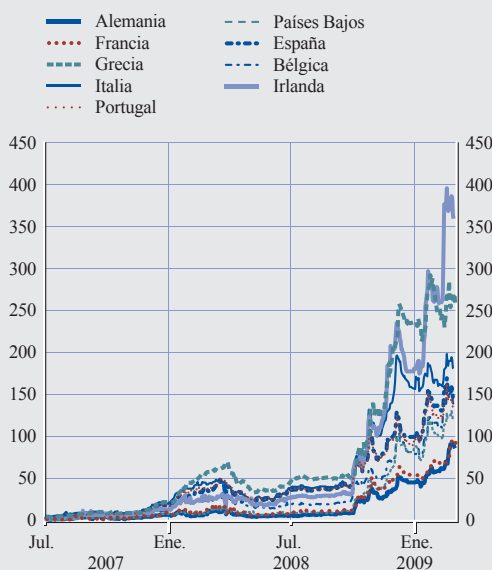
Fuente: Thomson Financial Datastream.  
Nota: Deuda pública a diez años.

evolución de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana (CDS, en sus siglas en inglés)<sup>4</sup>.

En segundo lugar, durante la mayor parte del 2008, las variaciones en los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro también obedecieron a la búsqueda de activos de mejor calidad por parte de los inversores. Este proceso también se caracterizó por una mayor discriminación en lo que respecta al destino de las inversiones en el contexto de la citada búsqueda de activos de mejor calidad. Los bonos alemanes suelen considerarse los más líquidos de toda la deuda pública de la zona del euro, lo que hizo que atrajeran la mayor parte de los flujos de los inversores, lo que explica, en parte, la ampliación de los diferenciales de la deuda soberana frente a Alemania, incluso en los casos en que la percepción era que otros países presentaban las mismas perspectivas para las finanzas públicas, o incluso más favorables<sup>5</sup>.

### Gráfico C Seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana

(datos diarios; puntos básicos)



Fuente: Thomson Financial Datastream.  
Nota: Seguros de riesgo de crédito a cinco años.

4 Los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de deuda soberana tienen la ventaja de no estar distorsionados por variaciones de los bonos de referencia de los países en cuestión, no estar afectados por desajustes en los vencimientos de activos y pasivos y tender a mostrar una mayor respuesta a variaciones del mercado.

5 Véase el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2008.

### MEDIDAS ADOPTADAS EN RESPUESTA A LA CRISIS FINANCIERA Y A LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

En octubre del 2008, los países de la zona del euro y el Reino Unido acordaron un plan de acción concertada para estabilizar el sector financiero, que incluía medidas como la recapitalización de instituciones financieras y garantías para los préstamos y los depósitos, y que posteriormente fue aprobado por el Consejo Europeo. Los efectos de estas intervenciones en las finanzas públicas de la zona del euro son difíciles de valorar (véase también el recuadro 7). A 1 de enero de 2009, la estimación del posible impacto directo de las ayudas al sector bancario anunciadas por los Gobiernos sobre la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situaba en 284,6 mm de euros (alrededor

del 3% del PIB de la zona del euro), y en torno al 19% en lo que respecta a los pasivos contingentes de las citadas Administraciones. En cuanto al impacto de estas intervenciones sobre el déficit público de la zona, se estima que fue insignificante.

En respuesta a la fuerte desaceleración económica, el Consejo Europeo aprobó un Plan Europeo de Recuperación Económica en su reunión de los días 11 y 12 de diciembre de 2008. De conformidad con este plan, cada uno de los Estados miembros de la UE aportará 170 mm de euros para un impulso presupuestario total de 200 mm de euros (equivalente al 1,5% del PIB de la UE), y el resto procederá del presupuesto de la UE y del Banco Europeo de Inversión. Esta acción coordinada de los

Estados miembros tiene por objeto fomentar la recuperación económica estimulando la demanda agregada y aumentando los esfuerzos por introducir las reformas estructurales previstas en la estrategia de Lisboa. En función de las circunstancias nacionales, las medidas podrán plasmarse en aumentos del gasto público, en reducciones de impuestos o de las cotizaciones sociales, y ayudas a determinadas categorías de empresas y hogares. Al mismo tiempo, el Consejo Europeo ratificó su compromiso con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y con la sostenibilidad de las finanzas públicas. Además, se instó a los Estados miembros a que vuelvan a centrarse en sus objetivos presupuestarios de medio plazo en cuanto sea posible.

Muchos países de la zona del euro adoptaron medidas fiscales para estimular la demanda agregada. En otoño del 2008, el Gobierno alemán adoptó un paquete de medidas, principalmente por el lado de los ingresos presupuestarios, equivalente al 1,3% del PIB en el 2009 y el 2010. A principios del 2009, el Gobierno anunció un segundo plan de estímulo fiscal, consistente en la introducción de medidas adicionales que equivaldrán a aproximadamente el 2% del PIB durante los dos años citados. En Francia, a finales del 2008 se anunciaron medidas equivalentes al 1,5% del PIB para el período 2009-2011, que incluían un aumento de la inversión pública y ayudas a pequeñas empresas y a sectores específicos. En el 2008, el Gobierno italiano adoptó medidas expansivas, centradas fundamentalmente en el gasto, equivalentes a 0,5 puntos porcentuales del PIB para los años 2009 y 2010. Se prevé que su impacto sobre el endeudamiento neto

quede contrarrestado, en gran parte, por medidas compensatorias. En España, en el primer semestre del 2008 se adoptaron una serie de medidas por el lado de los ingresos para estimular la economía, y en noviembre se anunciaron planes adicionales de inversión pública equivalentes a más del 3% del PIB en el período 2008-2010. La mayor parte de los demás países también adoptaron importantes medidas de estímulo fiscal.

Aunque para realizar una valoración más exhaustiva de las políticas de estímulo habrá que esperar a que se conozcan las medidas concretas y los efectos de su aplicación, es obvio que las intenciones actuales de los Gobiernos plantean algunos riesgos (véase también el recuadro 8). El aumento de los déficit puede reducir la confianza en la sostenibilidad fiscal, especialmente porque en muchos casos no se ha abordado el cómo y cuándo se revertirán las medidas de estímulo, algo que puede resultar muy complicado. El pronunciado incremento de los diferenciales de deuda pública con respecto a Alemania es una señal de aviso de que los mercados financieros están siguiendo muy atentamente la evolución de los riesgos potenciales. La efectividad de las medidas de estímulo es a veces incierta, ya que se ha contemplado una gran variedad de medidas. No todas las medidas están claramente vinculadas con la causa de los actuales problemas económicos, y algunas pueden obedecer a compromisos políticos en lugar de a consideraciones económicas. La intervención de los Gobiernos también conlleva el riesgo de distorsionar el comportamiento de los agentes económicos.

### CONSECUENCIAS ESTADÍSTICAS CONTABLES DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA DEUDA Y EL DÉFICIT PÚBLICOS

En respuesta a la crisis financiera mundial y sus consecuencias para las instituciones financieras europeas, los gobiernos, los bancos centrales y otras autoridades de Europa están aplicando medidas para estabilizar los mercados financieros y la economía en general. Estas operaciones incluyen nacionalizaciones (parciales), inyecciones de capital (recapitalizaciones), la compra y/o la permuta de activos financieros y la provisión de garantías (sobre los depósitos y sobre las nuevas emisiones de renta fija de las entidades de crédito, así como sobre los préstamos interbancarios).

La deuda y el déficit públicos, que son variables fiscales clave, objeto de seguimiento en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se contabilizan según las normas estadísticas contables europeas, denominadas Sistema Europeo de Cuentas 1995 («SEC 95») y Manual SEC 95 sobre déficit y deuda. La Comisión Europea (Eurostat) ha desarrollado algunas orientaciones sobre la forma en que deben contabilizarse las operaciones del gobierno antes mencionadas, de conformidad con el SEC 95 y el Manual, a fin de garantizar que la elaboración de las estadísticas sobre la deuda y el déficit públicos se realice de forma coherente y homogénea en todos los Estados miembros. En este proceso, Eurostat ha consultado al Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (en el que están representados los institutos nacionales de estadística y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE, así como la Comisión Europea y el BCE) para determinar cómo deben aplicarse las normas contables. En cada uno de los casos, habrá que responder a varias cuestiones, con el fin de decidir cuál es el procedimiento de registro apropiado:

- Las entidades creadas para recapitalizar las instituciones financieras o proporcionar garantías a estas instituciones, ¿se incluyen en el sector Administraciones Públicas en las cuentas nacionales? En caso afirmativo, su déficit y su deuda incrementarán la deuda y el déficit públicos.
- ¿Han adquirido las Administraciones Públicas acciones en las instituciones financieras a precios de mercado, lo que indicaría la compra de un activo financiero (sin que ello afecte al déficit) o debería considerarse parte del importe inyectado en las instituciones financieras como una transferencia de capital (una ayuda)?
- Si las Administraciones Públicas prestan dinero a una institución financiera, ¿tiene ésta la obligación de pagar intereses y rembolsar el préstamo? De lo contrario, el préstamo en cuestión deberá contabilizarse como una transferencia de capital y no como una operación financiera.
- Si las Administraciones Públicas absorben parte de los pasivos de una institución financiera y, a cambio, obtienen una participación en su capital, ¿tiene dicha participación el mismo valor que los pasivos adquiridos? De lo contrario, (parte de) la absorción de pasivos se considera como una transferencia de capital, que tendrá un efecto negativo sobre el déficit de las Administraciones Públicas.
- ¿En qué momento es muy probable que se ejecuten las garantías públicas, de modo que puedan afectar al déficit y a la deuda en el momento en que se otorgan? Normalmente, las garantías sólo afectan al déficit y a la deuda en el momento en que se ejecutan.
- Si una institución financiera se nacionaliza totalmente, ¿debería reclasificarse e incluirse en el sector Administraciones Públicas? Como regla general, se convertirá en una empresa pública,



pero no en una unidad clasificada en el sector de las Administraciones Públicas. No obstante, si las Administraciones Públicas crearan una unidad para adquirir acciones en una institución financiera, quizá fuera necesario clasificar dicha unidad dentro del sector Administraciones Públicas si no se trata de una unidad autónoma o no se considera que participa en una actividad de mercado.

Eurostat publicará las estadísticas provisionales sobre deuda y déficit públicos de los Estados miembros de la UE, correspondientes al 2008, en la segunda mitad de abril del 2009.

### PREVISIÓN DE NUEVO DETERIORO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN EL 2009

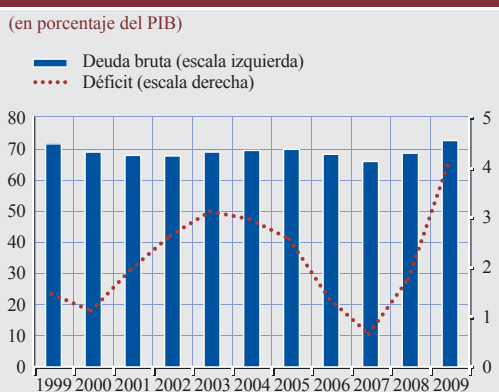
Las perspectivas de las finanzas públicas de los países de la zona del euro señalan un nuevo deterioro en el 2009. Según las previsiones intermedias de enero de 2009 de la Comisión Europea, que incluyen las actualizaciones de los programas de estabilidad disponibles a finales del 2008 y principios del 2009, se prevé que el déficit medio de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumente 2,3 puntos porcentuales, hasta el 4% del PIB (véase gráfico 32). Se prevé asimismo que el gasto público se incremente 2,1 puntos porcentuales del PIB y los ingresos se reduzcan en 0,1 puntos porcentuales del PIB. Se espera que la ratio media de deuda de la zona del euro aumente 4 puntos porcentuales en el 2009, hasta el 72,7% del PIB.

Según las previsiones intermedias de la Comisión, el saldo presupuestario disminuirá en todos los países de la zona del euro salvo en Malta. Se espera que Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Portugal y Eslovenia incumplan el valor de referencia del 3% del PIB en el 2009, o se sitúen por encima de dicho valor, en algunos casos por un amplio margen. Se espera que los déficit de Bélgica y Austria sean equivalentes al valor de referencia del 3%, y que los de Alemania y Eslovaquia se sitúen justo por debajo de ese valor. Existen riesgos evidentes de que los resultados registrados sean incluso peores de lo esperado.

### ES ESENCIAL CENTRARSE EN LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

El cambio de sentido de los resultados presupuestarios y la elevada incertidumbre en torno a las perspectivas plantean retos considerables para la política fiscal de la zona del euro. Las finanzas públicas están siendo sometidas a presiones procedentes de cuatro factores. En primer lugar, los déficit están aumentando significativamente como resultado de la desaparición de los estabilizadores automáticos en la desaceleración macroeconómica. En segundo lugar, además de la desaparición de los ingresos extraordinarios de los últimos años, es posible que se produzcan nuevas reducciones de los ingresos, debido, entre otros factores, a las fuertes caídas de los precios de los activos financieros, así como al desplome del mercado de la vivienda en algunos países. En tercer lugar, las intervenciones de los Gobiernos en el sector financiero para impedir una crisis bancaria sistémica y distorsiones macroeconómicas mucho más graves conllevan considerables riesgos fiscales. En cuarto

**Gráfico 32 Evolución de las finanzas públicas, 1999-2009**



Fuente: Comisión Europea (base de datos AMECO).  
Notas: La media de la zona del euro incluye 16 países, composición a 1 de enero de 2009. Definición del SEC 95; el déficit excluye los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

lugar, las medidas de estímulo adoptadas para contrarrestar la desaceleración económica sitúan bajo presión los desarrollos futuros de las finanzas públicas.

En este difícil entorno es fundamental que se mantengan la disciplina fiscal y una perspectiva de medio plazo. Un requisito previo para mantener la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas es proteger la integridad del marco presupuestario basado en normas de la UE. Por consiguiente, es esencial que todas las partes implicadas cumplan su compromiso de aplicar íntegramente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que proporcionan la flexibilidad necesaria para afrontar circunstancias económicas adversas.

Los importantes planes de estímulo adoptados en el 2008 y a principios del 2009 conllevan un aumento de los desequilibrios presupuestarios

en la zona del euro. Para evitar la pérdida de confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas es necesario un compromiso creíble para anular las medidas de estímulo en cuanto sea posible. Al aplicar estos planes se debe considerar detenidamente la calidad de las medidas para asegurar su eficacia. También será necesario realizar esfuerzos específicos en los países de la zona del euro, con el fin de alcanzar y mantener unas finanzas públicas saneadas, dada la necesidad de afrontar las presiones sobre el gasto derivadas del envejecimiento de la población en las próximas décadas. El desarrollo y la aplicación rigurosa de un marco presupuestario nacional de carácter vinculante a medio plazo pueden servir como complemento del marco fiscal europeo previsto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para contribuir a retomar rápidamente los objetivos presupuestarios de medio plazo (véase también el recuadro 8).

## Recuadro 8

### CRISIS FINANCIERA Y POLÍTICA FISCAL

Un reto clave para la política fiscal es impedir que las crisis financieras y la consiguiente desaceleración económica menoscaben la credibilidad y la sostenibilidad de las finanzas públicas. En la UE, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporciona el marco adecuado para la instrumentación y la coordinación de las políticas fiscales, tanto en épocas de bonanza económica como en los malos tiempos. Aunque el cumplimiento del Pacto durante los diez primeros años de su vigencia fue algo heterogéneo, en general, los resultados presupuestarios de los países de la UE en lo que respecta a evitar elevados déficit presupuestarios y la acumulación de deuda pública fueron mucho mejores que en las décadas anteriores al Pacto<sup>1</sup>.

#### **Una oportunidad desaprovechada que ha hecho innecesariamente gravoso el reto fiscal**

Cuando comenzó la crisis financiera y la desaceleración económica, muchos países de la zona del euro se encontraban en una situación presupuestaria débil. Los Gobiernos no habían aprovechado la oportunidad proporcionada por los ingresos extraordinarios de los años precedentes para sanear sus presupuestos. A este respecto, los argumentos expuestos en el Informe Anual 2007 del BCE siguen siendo válidos y, de hecho, su relevancia es aún mayor en estos momentos<sup>2</sup>. En dicho Informe, el BCE ponía de relieve una importante lección extraída de la experiencia de la

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2008.

<sup>2</sup> Véase, en particular, el recuadro 8, titulado «Lecciones extraídas de la experiencia de la política fiscal de los años 2000-2001», Informe Anual 2007, BCE.

política fiscal en el período 2000-2001, concretamente que las perspectivas de ingresos pueden cambiar drásticamente en un breve lapso de tiempo. En efecto, la experiencia demuestra que la volatilidad de los ingresos públicos es mayor que la del gasto, y que también excede la del ciclo económico. Esto, junto con la dificultad de predecir puntos de cambio en el crecimiento del PIB, constituye un motivo de peso para aumentar la cautela en los tiempos de bonanza económica, es decir, utilizar los ingresos extraordinarios para reducir con más rapidez el déficit y la deuda, en lugar de aumentar el gasto<sup>3</sup>. Esto permitiría a los países disponer de un margen de maniobra presupuestario para absorber disminuciones de los ingresos y afrontar incrementos del gasto en caso de que la situación cambie. Uno de los errores de la política fiscal en el período anterior al 2000-2001 y durante estos años es haber interpretado erróneamente las mejoras presupuestarias logradas en los tiempos de bonanza como evidencia de mejoras estructurales, que con frecuencia se han utilizado para justificar aumentos del gasto o recortes de impuestos.

### **El papel de los estabilizadores automáticos**

El ajuste fiscal en respuesta a la desaceleración económica refleja, en gran medida, la actuación de los estabilizadores automáticos, que contribuyen a moderar las fluctuaciones económicas. Esto es importante porque este tipo de reacción fiscal es rápida y se encuentra a cubierto de las influencias políticas que pueden menoscabar la efectividad de las medidas fiscales discrecionales. En particular, los estabilizadores automáticos no están sujetos a los retardos que sí se presentan en la identificación de las medidas o en los procesos políticos de toma de decisiones políticas y en su aplicación. Además, la reacción automática de los ingresos y, en menor medida, del gasto, al ciclo económico, hace que los estabilizadores automáticos reviertan al cambiar la situación económica. Por último, la influencia de determinados grupos de interés para lograr beneficios específicos para el grupo es reducida. Los países de la zona del euro que cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pueden utilizar el margen de actuación relativamente amplio de los estabilizadores automáticos que tienen a su disposición.

### **Los riesgos del activismo fiscal en épocas de crisis financiera**

En cuanto al uso de medidas discrecionales de política fiscal para estimular la demanda, se ha llegado a un consenso de que este tipo de medidas deberían aplicarse en el momento oportuno y estar adecuadamente orientadas, con el fin de garantizar su eficacia, y, además, ser de carácter transitorio, con el objeto de evitar riesgos adicionales para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En particular, a menos que se espere una reversión de las medidas fiscales que afecten negativamente al déficit, tales medidas pueden mermar la confianza del público en la sostenibilidad de las finanzas públicas y conducir a un aumento del ahorro por motivos de precaución, o a reacciones negativas de los mercados financieros y subidas de los tipos de interés, neutralizando con ello el efecto expansivo que se pretende alcanzar. En este sentido, la experiencia de activismo fiscal que se desarrolló durante la crisis del petróleo de la década de 1970 constituye una advertencia: en lugar de impulsar la demanda, contribuyó, en última instancia, a desestabilizar la economía real y a aumentar las presiones inflacionistas y la deuda pública, todo ello con escasos o nulos beneficios.

3 Para conocer un análisis de la precisión de las previsiones y de las dificultades que plantean los puntos de cambio, véase M. Blix, J. Wadefjord, U. Wienecke y M. Ådahl, «How good is the forecasting performance of major institutions?» *Economic Review*, 2001:3. Sveriges Riksbank, pp. 38-68

En cuanto a la orientación adecuada de las medidas fiscales, debería actuarse donde las elasticidades sean más elevadas y las distorsiones en los incentivos sean menos gravosas. A este respecto, la calidad de las medidas de estímulo fiscal debería someterse a consideración, de forma que se puedan adoptar las iniciativas más adecuadas para sentar unas bases sólidas que faciliten la recuperación y el crecimiento a largo plazo. Es esencial aplicar estas medidas en el momento oportuno, ya que la experiencia previa demuestra que las medidas discrecionales con frecuencia acaban provocando efectos procíclicos porque sólo surten efecto con un retardo considerable.

La calidad de la política fiscal es importante por muchos motivos. Aunque la cuestión del tamaño ideal del sector público es objeto de debate<sup>4</sup>, los ciudadanos de los países de la zona podrían seguir con el mismo nivel de bienestar que en la actualidad, pero pagar menos impuestos. Además, se dispone de evidencia de que los aumentos anteriores del tamaño del sector público se han realizado a expensas de un menor crecimiento económico<sup>5</sup>. Si los Gobiernos de la zona del euro cumplen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, existen mayores probabilidades de que sus economías obtengan beneficios a largo plazo y de que sus ciudadanos disfruten de un nivel mayor de bienestar<sup>6</sup>.

4 Se dispone de evidencia que sugiere que, en muchos países industrializados, el sector público ha crecido por encima de lo que está justificado por la consecución de objetivos básicos. Véase, por ejemplo, A. Afonso, L. Schuknecht y V. Tanzi, «Public sector efficiency: an international comparison», *Public Choice*, Vol. 123 (nº. 3-4), páginas 321-347, y A. Afonso y D. Furceri, «Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth», *Working Paper Series*, nº. 849, BCE, 2008.

5 Véase A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht y M. Thöne, «Quality of public finances and growth», *Working Paper Series*, nº. 438, BCE, 2005.

6 Los costes de reducir el tamaño del sector público pueden ser limitados si las medidas para ello se elaboran y se aplican correctamente, véase, por ejemplo, S. Hauptmeier, M. Heipertz y L. Schuknecht, «Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach», *Working Paper Series*, nº. 364, BCE, 2006.

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

### EL EURO SE APRECIÓ MODERADAMENTE EN EL 2008 EN TÉRMINOS EFECTIVOS

Las turbulencias financieras en los mercados monetarios y de crédito, que se iniciaron en agosto del 2007, y sus consiguientes efectos de contagio a la economía real en todo el mundo influyeron notablemente en la evolución de los mercados de divisas en el 2008. Más concretamente, en los cuatro primeros meses del 2008, el euro mantuvo la trayectoria de fortalecimiento iniciada a finales del 2000, respaldado por unas expectativas de los mercados bastante optimistas respecto a las perspectivas económicas relativas de la zona del euro. Tras alcanzar un máximo histórico en abril, el tipo de cambio efectivo nominal prácticamente se estabilizó hasta agosto. A partir de entonces, el euro experimentó una acusada depreciación que, en apenas tres meses, lo situó en el nivel

observado hacia mediados del 2007. Dicha depreciación estuvo asociada, principalmente, a una revisión de las expectativas de los mercados respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro – en la medida en que la crisis financiera siguió desarrollándose y comenzó a apreciarse gradualmente su alcance mundial – y se produjo en un clima de mayor incertidumbre en los mercados y aversión al riesgo a escala mundial. Hacia finales de año, el euro repuntó con fuerza, registrando otro máximo histórico el 18 de diciembre de 2008. A finales de año, el euro se situaba, en términos efectivos nominales, alrededor de un 2,5% por encima de los niveles de comienzos del 2008 y en torno a un 7% por encima de la media del 2007. Gran parte de la apreciación del euro en términos efectivos nominales en el 2008 puede atribuirse a su notable fortalecimiento frente a la libra esterlina, que sólo se compensó, en parte, con su depreciación frente al dólar estadounidense y el yen japonés.

Frente al dólar estadounidense, el euro experimentó una fuerte apreciación en los ocho primeros meses del año, alcanzando un máximo de 1,60 dólares a mediados de julio. Esta apreciación estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas de un aumento del diferencial de tipos de interés que beneficiaría a los activos de la zona del euro, dado que los mercados creían que la zona del euro se vería afectada por las turbulencias financieras en mucha menor medida que Estados Unidos. Sin embargo, a partir de ese período, los datos publicados comenzaron a indicar que las turbulencias financieras que se habían originado en el segmento de alto riesgo (*subprime*) del mercado hipotecario estadounidense en agosto del 2007 estaban dando lugar a una desaceleración económica sincronizada en las principales regiones económicas. Como resultado, el euro empezó a depreciarse de forma acusada frente al dólar estadounidense en agosto. A lo largo del otoño, las nuevas tensiones que afectaron a los mercados monetarios y de crédito mundiales intensificaron la presión a la baja sobre el euro, cuya cotización descendió hasta 1,25 dólares en octubre. Esta considerable depreciación guardó relación, en parte, con una escasez de liquidez en dólares en todo el mundo, que dio lugar a una notable repatriación de inversiones extranjeras y a una serie de medidas de política concertadas por parte de los bancos centrales. En este clima de aumento extraordinario de la aversión al riesgo y de desapalancamiento financiero, el dólar estadounidense encontró apoyo en su status internacional. Además, la moneda estadounidense se ha visto respaldada, al parecer, por otros factores técnicos, y posiblemente transitorios, en los mercados de divisas, como también puede deducirse del debilitamiento de la relación entre los diferenciales de tipos de interés y los movimientos del tipo de cambio del euro frente al dólar durante este período. No obstante, en diciembre, el euro experimentó un fuerte repunte al desvanecerse los factores estructurales antes mencionados que habían favorecido al dólar en el otoño, y reorientarse la atención de los mercados de divisas hacia las perspectivas de crecimiento y los diferenciales de tipos de interés entre la principales regiones

económicas. El 31 de diciembre, el euro cotizaba a 1,39 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 5% por debajo del nivel observado a comienzos del 2008 y en torno a un 6% por encima de la media del 2007.

Siguiendo una tendencia similar a la observada frente al dólar estadounidense, el euro también registró amplias fluctuaciones frente al yen japonés a lo largo del 2008, cotizando dentro de una banda inusualmente ancha de 115,75 a 169,75 yenes por euro. La volatilidad del tipo de cambio entre las dos monedas parece haber reflejado no sólo un cambio en la evaluación, por parte de los mercados, de las perspectivas económicas relativas, sino también –lo que es más importante– las expectativas de los mercados respecto a la volatilidad de los precios de los activos. En consecuencia, esto último afectó a la rentabilidad esperada de las actividades de *carry trade*, es decir, operaciones consistentes en endeudarse en una moneda con tipos de interés bajos (como el yen) e invertir el producto en una moneda que pague tipos de interés elevados. En general, un aumento de la volatilidad esperada del yen reduce su atractivo como moneda de financiación de esas actividades, lo que tiende a ejercer presión al alza sobre el yen y presión a la baja sobre las monedas de mayor rentabilidad en términos de tipos de interés. De hecho, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el euro y el yen japonés, medida a través de indicadores basados en los precios de las opciones, ha experimentado grandes oscilaciones a lo largo del 2008, alcanzando un máximo en octubre y reduciéndose a partir de entonces. Esta situación de extrema volatilidad del mercado de divisas es la causa principal de la apreciación inicial, y posterior y acusada depreciación, del euro frente al yen en el 2008. El 31 de diciembre de 2008, el euro cotizaba a 126,14 yenes, es decir, un 23% por debajo del nivel observado a comienzos del año y alrededor de un 22% por debajo de la media del 2007.

El euro también siguió apreciándose frente a la libra esterlina en el 2008: a finales de año registraba un notable fortalecimiento del

28,5% tras la apreciación del 9% observada en el 2007. El 29 de diciembre, la moneda única cotizaba a 0,98 libras esterlinas, el nivel más alto observado de su introducción en 1999. El notable debilitamiento de la libra, especialmente en los últimos meses del 2008, guarda relación con la significativa desaceleración de la actividad económica en el Reino Unido, que desencadenó una considerable relajación de la política monetaria y la consiguiente caída de los rendimientos a más largo plazo.

Entre los primeros días de enero y el 31 de diciembre, el euro se apreció significativamente frente a las monedas de varias economías de la UE que son socios comerciales, por ejemplo, un 15,3% frente a la corona sueca, un 15,3% frente al zloty polaco, un 12,3% frente al leu rumano, un 5,3% frente al forint húngaro y un 1,9% frente a la corona checa. También se registró un notable fortalecimiento frente al won coreano (33,6%), la corona noruega (22,1%) y los dólares australiano y canadiense (21% y 17,1%, respectivamente). La apreciación del euro frente a estas monedas se contrarrestó, en parte, con un debilitamiento frente a las monedas de varios socios comerciales asiáticos cuyas monedas están vinculadas al dólar estadounidense, a saber, el renminbi chino (11,4%) y los dólares de Singapur y Hong Kong (5,2% y 6%, respectivamente). El euro también perdió terreno frente al franco suizo (10,2%) en un contexto de asunción y liquidación de posiciones de *carry trade*, dado que la moneda suiza, al igual que el yen japonés, han desempeñado el papel de moneda de financiación en esta modalidad de transacción financiera.

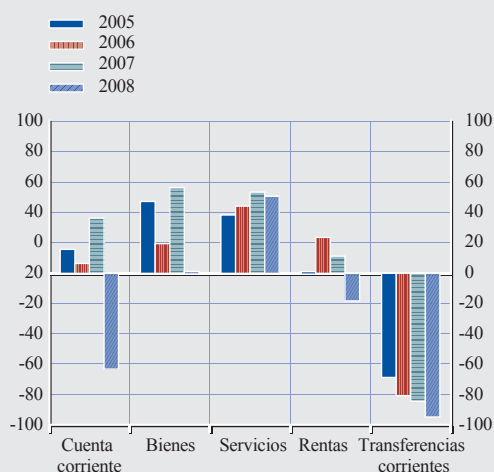
El tipo de cambio efectivo real, basado en diferentes indicadores de costes y precios, se apreció en los cuatro primeros meses del 2008 y se estabilizó hasta agosto. Tras seguir una trayectoria descendente hasta noviembre, repuntó ligeramente en diciembre. En el último trimestre del 2008, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo, se situó un 2% por debajo de la media del 2007 y un 4% por debajo de la media correspondiente al mismo trimestre del 2007.

### LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE REGISTRÓ DÉFICIT EN EL 2008

En el 2008, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 63,2 mm de euros (equivalentes al 0,7% del PIB de la zona), frente al superávit de 36,3 mm de euros contabilizado en el 2007. Este cambio de signo tuvo su origen, principalmente, en el paso de superávit a déficit de la balanza de bienes, que, en el 2008, registró un déficit de 0,6 mm de euros, frente al superávit de 56,5 mm de euros contabilizado en el 2007. El debilitamiento de las exportaciones, especialmente en el segundo semestre del año, sumado a un fuerte incremento de los precios de importación en los ocho primeros meses del año, fueron los principales factores determinantes de esta evolución. El aumento del déficit de las transferencias corrientes y el paso de superávit a déficit del componente rentas también contribuyeron al deterioro general de la balanza por cuenta corriente. Al mismo tiempo, el superávit de la balanza de servicios, que se cifró en 50,6 mm de euros en el 2008, sólo experimentó un ligero descenso (de 2,6 mm de euros) en comparación con el año anterior (véase gráfico 33).

**Gráfico 33 Balanza por cuenta corriente y sus componentes**

(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos correspondientes al 2008 incluyen hasta octubre de ese año.

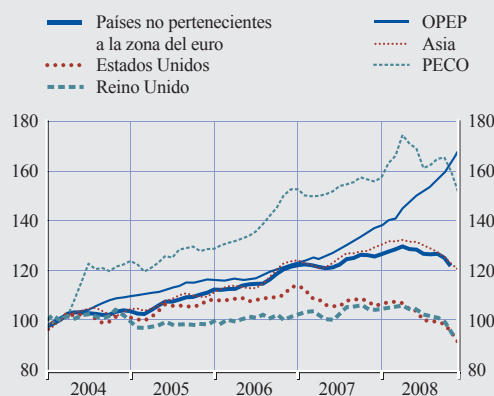


La contracción de las exportaciones de bienes en el transcurso del 2008 puede explicarse, en gran medida, por la caída de la demanda mundial y, posiblemente, por un deterioro de la financiación del comercio a escala mundial. Tras un repunte transitorio en el primer trimestre del año, las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos y a otros países de la OCDE, así como a China y el resto de Asia, experimentaron una contracción, mientras que las exportaciones a los Estados miembros que se incorporaron a la Unión Europea a partir del 2004 también se debilitaron. Por el contrario, el crecimiento de las exportaciones a los países de la OPEP siguió siendo robusto durante todo el año, en un clima de sólido crecimiento económico en dichos países y de los efectos riqueza creados por los ingresos provenientes del petróleo (véase gráfico 34).

El descenso de la competitividad de la zona del euro en términos de precios y costes observado desde el 2001 se revirtió parcialmente a partir de mediados del 2008, como consecuencia de la depreciación del euro. La moderación del crecimiento de los precios de exportación de la zona del euro en el primer semestre del año

**Gráfico 34 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales**

(índices: I 2004 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre del 2008, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y el Reino Unido (noviembre). PECO: Países de Europa Central y Oriental.

podría indicar que las empresas de la zona han ajustado sus márgenes para compensar la caída de la competitividad en términos de precios y costes (véase también recuadro 9).

## Recuadro 9

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA COMPETITIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO

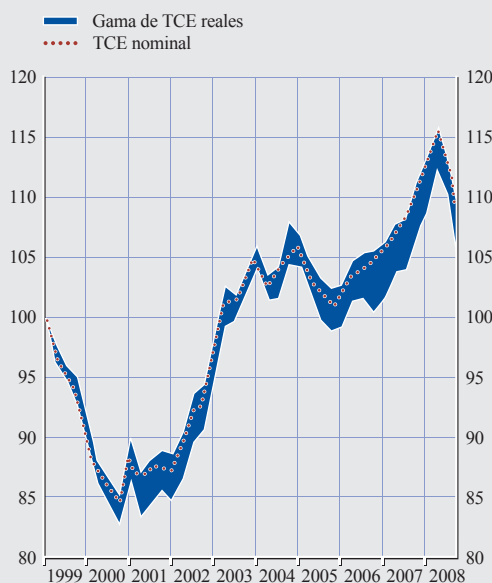
La evaluación de la competitividad internacional de la zona del euro en términos de precios y costes –que también refleja la competitividad de cada uno de los países que la integran– puede proporcionar información importante para el seguimiento de la economía de la zona. Así pues, se examina, a continuación, la evolución de la competitividad en la zona medida por diversos tipos de cambio efectivos reales, tanto a nivel agregado como a nivel individual de Estado miembro. En resumen, estos indicadores muestran un descenso de la productividad de la zona, en términos de precios y costes, a lo largo de los diez últimos años, descenso que tiene su origen, principalmente, en la apreciación nominal del tipo de cambio del euro durante el mismo período. Aunque este resultado sigue siendo válido independientemente de los deflatores que se utilicen, se observa una considerable heterogeneidad en la evolución de la competitividad entre los distintos países que integran la zona del euro.

Considerando la zona en su conjunto, se compara en el gráfico A la evolución del tipo de cambio efectivo (TCE) nominal del euro con una gama obtenida a partir de cinco índices del

TCE real basados en diferentes deflatores<sup>1</sup>. En conjunto, todas las medidas revelan una caída de la competitividad de alrededor del 5% al 10% entre 1999 y el 2008 según los tipos de cambio efectivos tanto reales como nominales. Así pues, se observa un alto grado de sincronización entre los TCE nominales y los reales, como consecuencia de una evolución similar de los precios en la zona del euro y en los países con los que ésta comercia. Por consiguiente, el descenso global de la competitividad en la zona del euro tiene, básicamente, su origen en los movimientos del tipo de cambio nominal, que pueden descomponerse en varios episodios. En el primero de ellos se produjo un aumento de la competitividad entre los años 1999 y 2001, como consecuencia de la depreciación del euro en torno a ese período. A este aumento siguieron varias caídas de la competitividad, atribuibles principalmente a la apreciación de la moneda única en el período 2002-2004 y, de nuevo, a partir del 2006. Más recientemente, la zona del euro ha registrado un aumento de la competitividad, debido a la depreciación del euro en el segundo semestre del 2008.

### Gráfico A Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro

(índice: I 1999 = 100; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre del 2008.

El TCE real correspondiente al último trimestre del 2008 sólo está disponible conforme al IPC y al IPRI.

La evolución de la competitividad en términos de precios de la zona del euro en su conjunto puede ocultar diferentes dinámicas en los países que la integran. Para analizar estas dinámicas, el BCE emplea una metodología coherente compilando, para cada país de la zona, un conjunto de indicadores armonizados de competitividad frente a los otros países de la zona del euro y un conjunto de socios comerciales no pertenecientes a la misma<sup>2</sup>. Se utilizan tres indicadores armonizados de competitividad que se calculan como media ponderada de los tipos de cambio bilaterales basándose en las ponderaciones del comercio exterior –que reflejan la importancia relativa de los principales competidores de cada país– deflactadas bien por el IPC, el PIB o los costes laborales unitarios. De todos estos indicadores armonizados, el que se basa en el IPC parece ser el que más se utiliza, debido en parte a que la definición del IPC es relativamente homogénea para todos los países y también porque los datos no suelen registrar revisiones significativas y están disponibles en un plazo relativamente corto. Por su parte, los indicadores basados en los deflatores del PIB y en los costes laborales unitarios proporcionan otras medidas de la competitividad que se centran más en la producción que en la vertiente del consumo de la economía.

1 Los cinco deflatores son el IPC, los precios industriales, el PIB, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

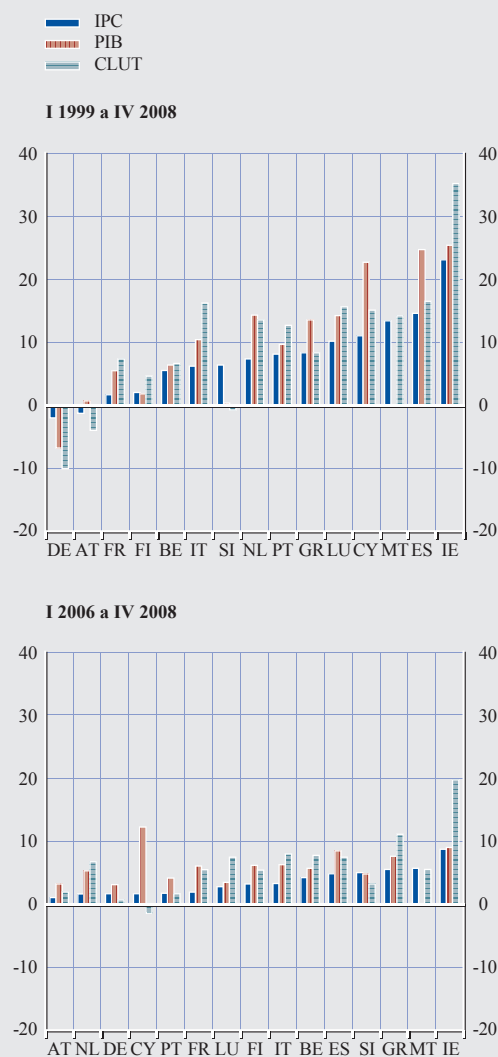
2 Véase un análisis más detallado de los indicadores armonizados de competitividad en F. di Mauro y K. Forster, «Globalisation and the competitiveness of the euro area», Occasional Papers Series n.º 97, BCE, septiembre del 2008, y en el artículo titulado «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual del BCE de noviembre del 2008.

A la hora de interpretar los resultados, es necesario tener presentes algunas cautelas. Los indicadores de competitividad basados en índices no tienen en cuenta las diferencias en los niveles de precios iniciales y, por consiguiente, no es posible extraer conclusiones respecto a qué país es más competitivo en términos absolutos. Las conclusiones basadas en este tipo de indicadores también se ven afectadas por la elección del comienzo y el final del período considerado. Además, los indicadores armonizados de competitividad sólo captan aspectos limitados de la competitividad. Para hacerse una idea más amplia, podrían considerarse, en un análisis más detallado, otros factores tales como la especialización en el comercio o el clima empresarial general, así como el grado de *pricing-to-market* y la capacidad de reacción de los precios comerciales a las variaciones del tipo de cambio<sup>3</sup>. Por otra parte, en la presente coyuntura, la metodología utilizada para estos indicadores no reconoce totalmente las diferencias de productividad en el sector servicios entre unos países y otros (la estructura del comercio de este sector no se refleja en la ponderación de los socios comerciales).

Por lo que respecta a la evolución de los indicadores armonizados de competitividad en el pasado, el gráfico B pone de manifiesto un considerable grado de heterogeneidad entre los países que integran la zona del euro. Si se utiliza el indicador basado en el IPC, Irlanda registra las caídas de la competitividad más acusadas desde 1999 (superiores al 20%), seguida de Chipre, Malta, Luxemburgo y España (del 10% al 20%). Austria, Alemania, Finlandia y Francia muestran las caídas más pequeñas, o incluso ligeros aumentos de la competitividad en el mismo período. Centrando la atención en el período correspondiente a la apreciación más reciente del euro, es decir, desde comienzos del 2006, las diferencias parecen menos pronunciadas, registrando todos los países un

### Gráfico B Variaciones de los indicadores armonizados de competitividad<sup>1)</sup> en los países de la zona del euro

(en puntos porcentuales; datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE.

1) Basados en los deflatores del IPC, del PIB o de los costes laborales unitarios totales (CLUT), incluido el comercio dentro y fuera de la zona del euro.

Notas: Una cifra negativa (positiva) indica un aumento (una pérdida) de competitividad en términos de precios. La observación más reciente corresponde al cuarto trimestre del 2008 (datos basados en el deflador del IPC) y al tercer trimestre del 2008 (datos basados en los deflatores del PIB y de los CLU). Para el período comprendido entre el primer trimestre del 2006 y el cuarto trimestre del 2008, la escala de los indicadores armonizados de competitividad se cambió a I 2006 = 100. El BCE no publica el indicador armonizado de competitividad basado en el deflador del PIB correspondiente a Malta.

3 Véase un análisis de estos aspectos más generales de la competitividad en el documento del Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC titulado «Competitiveness and the export performance of the euro area», serie Occasional Papers n.º 30,1 BCE, junio del 2005, y en U. Baumann y F. di Mauro, «Globalisation and euro area trade: interactions and challenges», serie Occasional Papers n.º 55, BCE, marzo del 2007.

descenso de la competitividad en términos de precios. Si bien la magnitud de las variaciones de la competitividad entre unos países y otros depende, en ocasiones, del deflactor que se elija, las conclusiones, en términos cualitativos, siguen siendo las mismas independientemente de la medida elegida.

Los indicadores armonizados de competitividad también permiten diferenciar, para cada país, la evolución de la competitividad dentro y fuera de la zona. Esta distinción resulta muy útil porque las variaciones de los tipos de cambio nominales que ha experimentado el euro desde su creación sólo son importantes a efectos de la competitividad externa, mientras que la competitividad en términos de precios entre los países de la zona del euro únicamente se ve afectada por comportamientos diferenciados de los costes y de los precios. En general, las caídas de la competitividad en términos de precios a nivel de país son más pronunciadas con respecto a los socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro, como lo demuestra la línea de regresión que recoge la relación entre los indicadores de dentro y de fuera de la zona (véase gráfico C). En gran medida, ello refleja la apreciación nominal general del tipo de cambio del euro entre los años 1999 y 2008. Por consiguiente, países como Irlanda, que registran una participación relativamente elevada en el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro muestran también una caída relativamente mayor en la competitividad respecto a los países de fuera de la zona. No obstante, para la mayoría de los países, la fuerte correlación entre la competitividad frente a países de dentro y de fuera de la zona del euro sugiere igualmente que la posición de competitividad relativa de cada uno de los países de la zona viene determinada, principalmente, por la evolución de los costes y los precios internos. En conjunto, Austria es el único país que mejoró su posición tanto dentro como fuera de la zona del euro. Finlandia, Francia y Alemania también registraron aumentos en su competitividad dentro de la zona, pero perdieron competitividad frente a sus socios comerciales de fuera de la zona. El resto de los países de la zona del euro registraron pérdidas de competitividad tanto dentro como fuera de la zona.

En resumen, conforme a diversas medidas de TCE reales, la zona del euro ha experimentado, en los últimos diez años, una pérdida de competitividad en términos de precios y costes, como consecuencia, en gran medida, de la apreciación nominal del euro. No obstante, se observa una notable heterogeneidad en la evolución de la competitividad entre unos países y otros, que se debe, en su mayoría, a la divergente evolución de los costes y los precios internos, así como a la especialización geográfica de su comercio exterior.

### Gráfico C Evolución de los indicadores armonizados de competitividad dentro y fuera de la zona del euro<sup>1)</sup>

(variaciones acumuladas en porcentaje desde I 1999 hasta IV 2008)

Eje de ordenadas: variación del indicador armonizado de competitividad fuera de la zona del euro  
Eje de abscisas: variación del indicador armonizado de competitividad dentro de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

1) Datos basados en el IPC.

Notas: Una cifra positiva (negativa) indica una pérdida (un aumento) de competitividad en términos de precios. Para la zona del euro, el gráfico representa el TCE real del euro frente a 22 socios comerciales, basado exclusivamente en el comercio con países no pertenecientes a la zona del euro.

El volumen de bienes importados se redujo en el 2008, especialmente en el caso de los bienes intermedios. Al mismo tiempo, los precios de importación aumentaron notablemente hasta el tercer trimestre del año y se moderaron en el cuarto trimestre. Dado que la evolución de los precios compensó con creces la caída de las importaciones reales, las importaciones nominales totales se incrementaron considerablemente en los tres primeros trimestres del año. Los datos sobre precios por categorías de bienes sugieren que el aumento sostenido de los precios de importación hasta el verano, y la posterior desaceleración, estuvieron determinados, en gran medida, por la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas (véase gráfico 35). No obstante, pese a la caída de los precios del petróleo a partir del verano, el déficit del comercio de petróleo en el período de doce meses transcurrido hasta noviembre del 2008 se situó en 223,6 mm de euros, muy por encima del nivel, ya elevado, de más de 170 mm de euros registrado a finales del 2007.

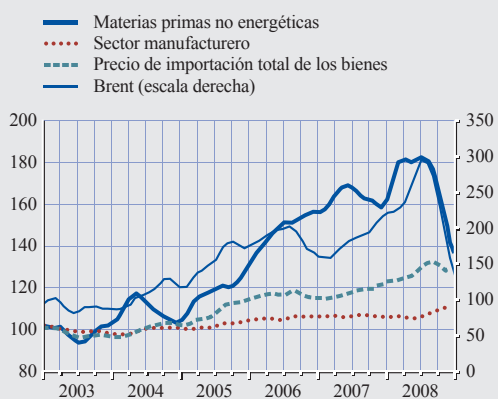
### LAS ENTRADAS NETAS TOTALES DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA AUMENTARON EN EL 2008

En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró entradas netas de 128,5 mm de euros en el 2008, frente a las entradas netas de 47,3 mm de euros contabilizadas un año antes. Este incremento refleja un aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones y de las inversiones de cartera en forma de acciones y otras participaciones. Esta evolución de las inversiones de cartera se compensó en parte con un incremento de las salidas netas de inversiones directas (véase gráfico 36).

En el año 2008, las turbulencias financieras dieron lugar a un aumento de la volatilidad en todos los segmentos de los mercados financieros y, dados los efectos de contagio a la economía real, a un alto grado de incertidumbre respecto a las perspectivas mundiales. En este contexto, las decisiones en materia de asignación de carteras a escala mundial se vieron afectadas por el

**Gráfico 35 Importaciones de bienes procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro**

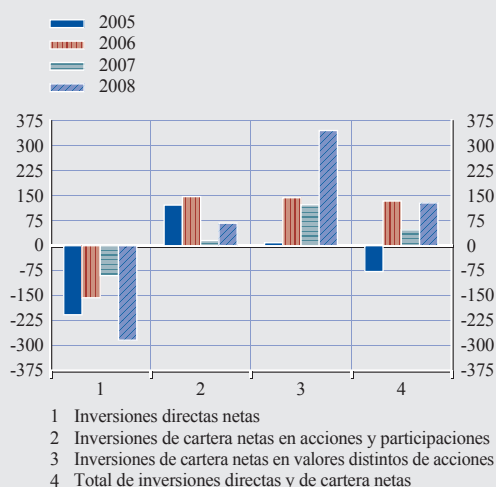
(índices: I 2003 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

**Gráfico 36 Inversiones directas y de cartera de la zona del euro**

(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos correspondientes al 2008 incluyen hasta octubre de ese año.

consiguiente drenaje de liquidez en segmentos clave del mercado, lo que, a su vez, incidió en las inversiones de cartera internacionales de la zona del euro. Concretamente, el mercado de renta variable registró ventas netas inusualmente altas de instrumentos financieros de la zona del euro, por parte de inversores internacionales, y de acciones y otras participaciones extranjeras, por parte de inversores de la zona del euro. Los inversores internacionales parecieron reducir sus inversiones en el exterior, posiblemente como consecuencia de unas estrategias de inversión más prudentes y de la caída de las cotizaciones bursátiles a escala mundial.

También a raíz de las turbulencias financieras, tanto la inversión directa extranjera en la zona del euro como las inversiones de la zona en el exterior se redujeron notablemente en el 2008, lo que indica una preferencia por los mercados nacionales. Las desinversiones en la zona del euro por no residentes fueron mayores que las desinversiones de la zona en el exterior, lo que dio lugar a un aumento general de las salidas netas de inversión directa de la zona del euro.

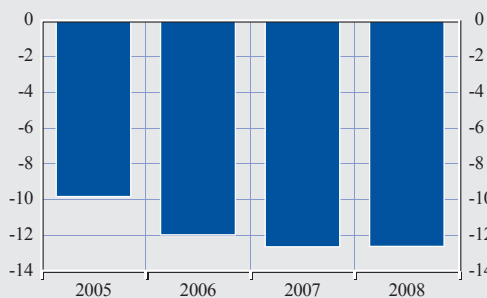
Por último, el incremento de las entradas netas de valores distintos de acciones, que ascendieron a 345,6 mm de euros, frente a los 122,8 mm de euros contabilizados en el 2007, contribuyó al incremento de las entradas netas en la cuenta financiera. El aumento de la aversión al riesgo, de las necesidades de liquidez y de los diferenciales de tipos de interés a corto plazo podría haber contribuido a esta situación. En particular, los instrumentos del mercado monetario registraron fuertes entradas netas que, en septiembre y octubre del 2008, alcanzaron máximos sin precedentes desde 1999. Estos aumentos posiblemente son consecuencia de los intentos por aumentar la liquidez en un clima de intensificación de las turbulencias financieras.

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL EN EL 2008

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo, disponibles hasta el tercer trimestre del 2008, indican que la zona registraba pasivos

**Gráfico 37 Posición de inversión internacional neta**

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

Nota: Los datos corresponden al final del año, excepto para el 2008 (tercer trimestre).

netos por importe de 1.158 mm de euros frente al resto del mundo (equivalentes al 12,5% del PIB de la zona), frente a los pasivos netos de 1.131 mm de euros (12,5% del PIB) contabilizados a finales del 2007 (véase gráfico 37). Este ligero incremento de los pasivos netos en el 2008 tuvo su origen, principalmente, en un aumento de las posiciones deudoras netas en otras inversiones (191 mm de euros) y en inversiones de cartera (76 mm de euros), que se compensó casi en su totalidad con un aumento de las posiciones acreedoras netas en inversiones directas de la zona del euro en el exterior (182 mm de euros) y en derivados financieros (35 mm de euros). Asimismo, los activos de reserva sólo experimentaron un ligero incremento, contribuyendo a esta evolución los efectos de valoración resultantes de las variaciones de los precios de los activos y las fluctuaciones del tipo de cambio.



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

#### ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento económico se redujo a lo largo del 2008, tras varios años de sólida expansión (véase cuadro 6)<sup>1</sup>. Si bien esta desaceleración de la actividad económica se observó en casi todos los países, las tasas de crecimiento interanual del PIB y el alcance de dicha desaceleración variaron notablemente de unos países a otros.

La desaceleración más acusada se registró en los Estados bálticos, donde el crecimiento anual se redujo en más de la mitad en Lituania en comparación con el año anterior y fue negativo en Estonia y en Letonia. En los tres países, esta evolución se produjo tras varios años de crecimiento muy robusto de la actividad económica, acompañado de aumentos excepcionalmente fuertes de los salarios, del crédito y de la inflación, así como de unos déficit por cuenta corriente muy abultados. De hecho, en los Estados bálticos, los desequilibrios macroeconómicos siguieron siendo elevados en el 2008, a pesar de la corrección parcial observada durante el año.

La desaceleración del PIB en la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro tuvo su origen, principalmente, en el deterioro del entorno exterior y, posteriormente en el año, en el impacto directo de la acentuación de la crisis financiera. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la caída de los precios de los activos debilitaron la confianza empresarial y de los consumidores y frenaron la demanda interna.

La desaceleración económica en Eslovaquia, desde el 10,4% en el 2007 hasta el 6,4% en el 2008, fue, en parte, una vuelta a la normalidad, tras las cifras excepcionalmente altas registradas en el año anterior. En Hungría, el bajísimo crecimiento anual del 0,5% en el 2008 refleja el efecto retardado de las importantes medidas de saneamiento de las finanzas públicas adoptadas en el 2007, de las que la economía comenzó a recuperarse lentamente en el 2008, combinado posteriormente con el impacto de

1 Los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a los que se hace referencia en esta sección son los 12 países de la UE que no formaban parte de la zona a finales de diciembre del 2008 (es decir, Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido).

**Cuadro 6 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)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Bulgaria	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
República Checa	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Dinamarca	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estonia	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Letonia	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Lituania	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Hungría	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Polonia	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Rumanía	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Eslovaquia	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Suecia	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Reino Unido	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	.
UE-9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
UE-12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	.
Zona del euro	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Fuentes: Eurostat y fuentes nacionales.

Nota: Los datos no están desestacionalizados para todos los países.

1) El agregado UE-9 incluye los nueve Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-12 incluye los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2008.

la crisis financiera en la economía. En los tres Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE antes del 2004, dicho impacto fue igualmente pronunciado y se tradujo en tasas de crecimiento anuales del PIB en el año 2008 del 0,7% en el Reino Unido, -0,2% en Suecia, y -1,3% en Dinamarca. En Polonia y en la República Checa, la actividad económica parece haberse visto afectada en cierta menor medida, desacelerando su crecimiento, que terminó situándose en el 2008 en el 5,4% y el 3,2%, respectivamente. Si bien Rumanía y Bulgaria registraron cifras robustas de crecimiento en 2008, del 7,1% y del 6%, respectivamente, la actividad económica también se desaceleró notablemente en estos países hacia finales del año, tras un prolongado período de crecimiento muy elevado, estimulado por el dinamismo de la demanda interna, fuerte crecimiento del crédito y de los salarios, y respaldado por la notable afluencia de inversión directa extranjera.

### EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

La tasa media de inflación interanual aumentó en el 2008 en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (con la excepción de Hungría) y en los países

que establecen objetivos directos de inflación sobrepasó de forma significativa los límites fijados para dichos objetivos. Este aumento refleja la tendencia inicial ascendente de las tasas de inflación en la mayoría de los países durante el primer semestre del año, que se revirtió posteriormente. En diciembre del 2008, la inflación era menor que a principios del año en la mayoría de los países.

Las mayores tasas de inflación se registraron en los Estados bálticos y Bulgaria, en donde la inflación media anual, medida por el IAPC, se situó entre el 10,6% y el 15,3%. En la República Checa, Hungría y Rumanía, esta misma tasa se situó entre el 6% y el 7,9%, mientras que en los restantes países —Dinamarca, Polonia, Eslovaquia, Suecia y el Reino Unido— la inflación se situó entre el 3,3% y el 4,2%.

Unos de los principales factores determinantes del aumento generalizado de la inflación, común a casi todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, fue la fuerte subida de los precios internacionales de los alimentos y la energía. En algunos países se llevó a cabo, además, un incremento notable de los precios administrados y de los

**Cuadro 7 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)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV
Bulgaria	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
República Checa	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Dinamarca	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estonia	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Letonia	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Lituania	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Hungría	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Polonia	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Rumanía	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Eslovaquia	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Suecia	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Reino Unido	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
UE-9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
UE-2 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Zona del euro	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE-9 incluye los nueve Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-12 incluye los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2008.

impuestos indirectos y, en varias economías, la depreciación de la moneda también contribuyó al aumento de la inflación. Por último, en algunos casos, el dinamismo de la demanda interna, las restricciones crecientes de la capacidad productiva y las perturbaciones que afectaron a la oferta en el sector agrícola también ejercieron fuertes presiones al alza sobre los salarios y los precios.

Los factores que determinaron la considerable moderación de la inflación adentrado el 2008 fueron también comunes a la mayoría de los países. En primer lugar, las tasas de inflación interanuales comenzaron a disminuir al disiparse los efectos de la perturbación que afectó a los precios mundiales de las materias primas en el 2007 y a principios del 2008, y reducirse significativamente los precios mundiales del petróleo. En segundo lugar, las presiones de la demanda interna se atenuaron en paralelo con el descenso del crecimiento económico en las economías que, en años anteriores, habían crecido más rápidamente y, posteriormente, también en la mayoría de los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, a medida que se intensificó la crisis financiera. No obstante, las presiones salariales siguieron siendo intensas en varios países en los que el crecimiento de los salarios reales continuó siendo mayor que el de la productividad, lo que se tradujo en notables incrementos de los costes laborales unitarios.

### **POLÍTICAS FISCALES**

En el 2008, la situación fiscal evolucionó de forma muy heterogénea en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Sólo Bulgaria, Dinamarca y Suecia siguieron registrando superávit públicos; el resto de los países, contabilizaron en algunos casos elevados déficit públicos (véase gráfico 8). La ratio de déficit superó el 3% del PIB en Letonia, Rumanía y el Reino Unido, y se aproximó a este nivel en Lituania. Hungría redujo su déficit desde el 5% del PIB en el 2007 al 3,3% en el 2008. En los Estados Bálticos, Rumanía, el Reino Unido y, en menor medida, en Suecia, los resultados presupuestarios correspondientes al

2008 no cumplieron los objetivos establecidos en los programas de convergencia actualizados presentados a finales del 2007 o comienzos del 2008. En el caso de los Estados bálticos, y también del Reino Unido, ello se debió, en parte, al considerable deterioro de la situación macroeconómica, que hizo insostenible el crecimiento continuado del planificado gasto y, por consiguiente, los presupuestos para el 2008. En el resto de los países (Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Hungría, Polonia y Eslovaquia), los resultados presupuestarios del 2008 estuvieron, en general, en consonancia con los objetivos establecidos en los programas de convergencia, o fueron mejores de lo previsto.

En un clima de deterioro económico y fiscal generalizado, Eslovaquia, Suecia y el Reino Unido planificaron o pusieron en práctica hacia finales del 2008 medidas de estímulo fiscal, mientras que muchos otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro anunciaron planes —ambiciosos en algunos casos— de saneamiento de las finanzas públicas en el 2009. Letonia y Hungría, que recibieron asistencia financiera de emergencia de la UE y del FMI, entre otros, se comprometieron a aplicar importantes medidas para sanear las finanzas públicas en el 2009 y años posteriores.

A finales del 2008, Hungría y el Reino Unido estaban sujetos a sendos procedimientos de déficit excesivo. El Consejo ECOFIN derogó los procedimientos de déficit excesivo correspondientes a la República Checa y a Eslovaquia en junio y el de Polonia en julio. En junio, Rumanía recibió un aviso de la Comisión Europea ante el riesgo de que el déficit público rebasara el límite del 3% del PIB en un entorno de fuerte crecimiento del PIB.

En el 2008, la ratio de deuda pública respecto al PIB se mantuvo sensiblemente por debajo del valor de referencia del 60% en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, y sólo Hungría superó ese nivel. No obstante, la situación evolucionó de forma muy diferente según los países. La ratio de deuda aumentó en Dinamarca, Estonia,

### Cuadro 8 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)

#### Superávit (+) / déficit (-) de las Administraciones Públicas

	Datos de los programas de convergencia actualizados en el 2007				Previsiones de la Comisión Europea del 2009
	2005	2006	2007	2008	2008
Bulgaria	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
República Checa	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Dinamarca	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estonia	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Letonia	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Lituania	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Hungría	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Polonia	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Rumanía	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Eslovaquia	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Suecia	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Reino Unido	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
UE-9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
UE-12 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Zona del euro	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

#### Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	Datos de los programas de convergencia actualizados en el 2007				Previsiones de la Comisión Europea del 2009
	2005	2006	2007	2008	2008
Bulgaria	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
República Checa	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Dinamarca	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estonia	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Letonia	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Lituania	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Hungría	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Polonia	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Rumanía	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Eslovaquia	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Suecia	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Reino Unido	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
UE-9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
UE-12 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Zona del euro	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Fuentes: Datos de la Comisión Europea (para el período 2005-2008), programas de convergencia actualizados, previsiones intermedias de la Comisión Europea del 2009 (para el 2008) y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras correspondientes al 2008 de los programas de convergencia son estimaciones de los Gobiernos nacionales y, por lo tanto, podrían diferir de los datos definitivos.

1) El agregado UE-9 incluye los nueve Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-12 incluye los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2008.

Letonia, Hungría, Polonia, Rumanía y el Reino Unido, mientras que se redujo o se mantuvo prácticamente estable en los otros países. Los aumentos de la ratio de deuda reflejan principalmente, en la mayoría de los países, el deterioro del crecimiento del PIB y de los saldos presupuestarios. En el caso del Reino Unido, el aumento de la ratio también guarda

relación, en cierta medida, con el impacto presupuestario de las ayudas de emergencia proporcionadas a las instituciones financieras. En el caso de Dinamarca, el aumento refleja la emisión de bonos por encima de las necesidades de financiación.

### Cuadro 9 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				Inversiones de cartera netas			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bulgaria	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
República Checa	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Dinamarca	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estonia	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Letonia	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Lituania	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Hungría	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Polonia	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Rumanía	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Eslovaquia	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Suecia	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Reino Unido	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
UE-9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
UE-12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Zona del euro	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Fuente: BCE.

Nota: Los datos correspondientes al 2008 se refieren a la suma de cuatro trimestres, hasta el tercer trimestre del 2008.

1) El agregado UE-9 incluye los nueve Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-12 incluye los 12 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2008.

### EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

El saldo agregado de la cuenta corriente y de la cuenta de capital de las balanzas de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro siguió variando considerablemente de unos países a otros en el 2008 (véase cuadro 9). Mientras que Dinamarca y Suecia registraron superávit, todos los demás países contabilizaron déficit. En muchos de los países que se incorporaron a la UE en el 2004 o después, los déficit son un rasgo característico del proceso de convergencia, en la medida en que reflejan oportunidades de inversión favorables y una suavización intertemporal del patrón de consumo. Sin embargo, los abultadísimos déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital observados en algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro también tuvieron su origen en el empuje de la demanda interna, condiciones favorables de financiación a escala mundial y fuerte crecimiento del crédito. Las turbulencias financieras mundiales del año 2008 y sus efectos de contagio a la economía real dieron lugar a una moderación o a una contracción de la demanda interna, lo que a su vez contribuyó a una reducción del déficit en varios de estos países.

Entre los países con mayor déficit por cuenta corriente y de cuenta de capital, la reducción más pronunciada se registró en Estonia y Letonia, si bien los déficit registrados por estos países continuaron siendo muy abultados a finales del 2008. En Lituania, el déficit se redujo en mucha menor medida y en Rumanía prácticamente no experimentó variación, mientras que en Bulgaria se produjo un nuevo aumento. En todos los países ahora mencionados, el déficit continúa sobrepasando el 10% del PIB, y en el destacando el caso de Bulgaria es superior al 20%.

Por lo que respecta a los países con menores déficit exteriores, sólo el Reino Unido registró una reducción de su déficit en el 2008. En la República Checa y en Polonia, el déficit prácticamente no experimentó variación mientras que, en Hungría y Eslovaquia se incrementó en alguna medida. En la mayoría de los países, los desequilibrios externos tuvieron su origen en un déficit comercial, salvo en la República Checa, Hungría y Eslovaquia, en donde fue mayor el déficit de la balanza de rentas. En comparación con el 2007, las entradas netas de inversiones directas descendieron en algunos países en el 2008. La mayor parte de los Estados miembros

no pertenecientes a la zona del euro registraron déficit en la balanza básica, es decir, en la suma de los saldos de la cuenta corriente, la cuenta de capital y las inversiones directas, y sobrepasó el 4% del PIB en varias economías. En el 2008, las entradas netas de inversiones de cartera fueron negativas o de escasa cuantía en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, con la excepción del Reino Unido. Los flujos netos de «otras inversiones» continuaron siendo en gran medida positivos en la mayoría de los países que se incorporaron a la UE en el 2004 o en años posteriores, y reflejan, principalmente, los préstamos concedidos por los bancos extranjeros a sus filiales en la región.

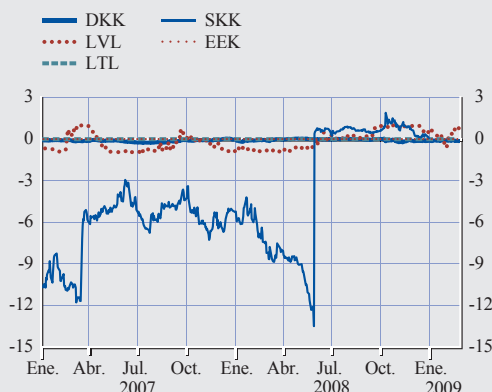
### EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

La evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro en el año 2008 se vio muy influida por el tipo de régimen cambiario de cada país.

Las monedas de Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania y Eslovaquia participaron en el MTC II, sujetas a unas bandas de fluctuación estándar de  $\pm 15\%$  en torno a sus paridades centrales frente al euro, salvo la corona danesa, con una banda de fluctuación más estrecha, de  $\pm 2,25\%$  (véase gráfico 38). La participación en el MTC II va acompañada, en algunos casos, de un compromiso unilateral, por parte del país en cuestión, en cuanto a mantener una banda de fluctuación más estrecha sin que ello suponga ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, se acordó que la corona eslovaca y la litas lituana podrían incorporarse al MTC II con sus regímenes de *currency board* actualmente en vigor. Las autoridades letonas decidieron mantener el tipo de cambio del lats en su paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de  $\pm 1\%$ . Todos los acuerdos sobre la participación en el MTC II de los países cuyas monedas se incorporaron al mecanismo en el 2004 o en años posteriores (es decir, todos los mencionados anteriormente, salvo Dinamarca) se basan también en otros compromisos diversos de política económica, suscritos por las respectivas autoridades, que guardan relación, entre otras cosas, con

**Gráfico 38 Evolución en el MTC II**

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



Fuente: BCE.

Nota: 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  $\pm 1\%$ , y tanto para la litas lituana como para la corona eslovaca se mantiene un sistema de *currency board*. La paridad central de la corona eslovaca se revaluó un 8,5% el 16 de marzo de 2007 y un 17,6472% el 29 de mayo de 2008.

la aplicación de políticas fiscales prudentes, el fomento de la moderación salarial y de la evolución de los salarios en consonancia con el crecimiento de la productividad, el desarrollo de políticas crediticias prudentes y la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales.

Antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, los diferenciales del mercado monetario se mantuvieron relativamente estables en la mayoría de los países mencionados anteriormente, aunque en el mercado de Letonia se observó cierta volatilidad. En el cuarto trimestre del 2008, si bien la evolución de los tipos de cambio continuó reflejando los regímenes cambiarios oficiales en vigor, la intensificación de la crisis financiera mundial, el deterioro de las perspectivas económicas, la inquietud de los inversores respecto a la vulnerabilidad externa en algunos países, junto con la rebaja de la calificación crediticia de Letonia y Lituania, y las decisiones adoptadas por las agencias de calificación crediticia de considerar la



posibilidad de rebajar dicha calificación en el caso de Estonia, contribuyeron a un rápido y pronunciado aumento de los diferenciales de los mercados monetarios y de renta fija frente a la zona del euro en todos los países que participan en el MTC II, salvo Eslovaquia. En Letonia, donde el aumento de los diferenciales del mercado monetario fue especialmente acusado, y en Dinamarca, los bancos centrales respaldaron sus monedas interviniendo en los mercados de divisas y elevando los diferenciales de los tipos de interés oficiales frente a la zona del euro. En el contexto de fuerte desaceleración de la actividad económica y de tensiones en el sistema financiero, Letonia nacionalizó el principal banco privado sin participación extranjera y, en diciembre del 2008, acordó un programa conjunto de asistencia financiera internacional por importe de 7,5 mm de euros. El programa incluye medidas para estabilizar el sector financiero, reformas económicas internas de gran envergadura, saneamiento de las finanzas públicas y significativa reducción de los salarios del sector público. El programa se apoya en mantener el régimen actual de la banda de fluctuación estrecha del tipo de cambio, con vistas a alcanzar el objetivo que persigue la política de Letonia de incorporarse a la zona del euro lo antes posible.

Por el contrario, en el caso de Eslovaquia, la perspectiva de integración en la zona del euro parece haber protegido a la corona eslovaca del impacto negativo de la crisis financiera mundial. En el primer semestre del 2008, la corona se apreció considerablemente frente al euro y el 29 de mayo la paridad central se revaluó un 17,6472%, situándose en 30,1260 coronas por euro. Tras la decisión del Consejo de la UE en julio de 2008, por la que se permitía a Eslovaquia adoptar el euro, la corona eslovaca se mantuvo en niveles próximos a su nueva paridad central, que se convirtió también en el tipo de conversión irrevocable frente al euro. cuando éste se introdujo en Eslovaquia el 1 de enero de 2009.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a

**Gráfico 39 Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II**

(datos diarios, índice: 2 de enero de 2008 = 100)



Fuente: BCE.

la zona del euro que no participan en el MTC II, la evolución varió considerablemente de un país a otro (véase gráfico 39). La mayoría de las monedas se mantuvieron prácticamente estables durante el primer semestre del 2008, mientras que algunas, como la corona checa, el forint húngaro y el zloty polaco se apreciaron y alcanzaron niveles récord frente al euro. Sin embargo, a partir de septiembre, la agudización de la crisis financiera en una situación de fuerte desapalancamiento en los mercados mundiales y de graves problemas de funcionamiento de los mercados interbancarios en todo el mundo, se tradujo en una rápida y pronunciada depreciación de varias monedas, en particular, del zloty polaco, el forint húngaro, el leu rumano y, en menor medida, la corona checa.

El programa conjunto de asistencia financiera internacional para Hungría, que tenía por objeto aliviar las tensiones en el mercado financiero, ayudó inicialmente (a finales de octubre y en noviembre del 2008) a atenuar las presiones a la baja tanto sobre el forint como sobre otras monedas de la región. No obstante, el deterioro de las perspectivas económicas y la inquietud

de los inversores respecto a la vulnerabilidad externa en algunos países, unidos a las rebajas de las calificaciones crediticias de Hungría y Rumanía en octubre y noviembre, se tradujeron en una nueva depreciación del zloty, del forint, del leu y, en menor medida, de la corona checa. El lev búlgaro, gracias al régimen cambiario de *currency board* basado en el euro, se mantuvo invariable frente a la moneda única, a pesar del aumento de los diferenciales de tipos de interés frente a la zona del euro. La libra esterlina registró una acusada depreciación frente al euro en el cuarto trimestre del 2008 en medio de crecientes temores a una recesión en el Reino Unido y de caída de los diferenciales de tipos de interés frente a la zona del euro. En los dos primeros meses de 2009 la libra se apreció ligeramente frente al euro, entre alta volatilidad. La corona sueca se depreció notablemente frente al euro a lo largo del 2008.

### **EVOLUCIÓN FINANCIERA**

Entre enero y diciembre del 2008, el rendimiento de los bonos a largo plazo en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (excluida Estonia, país para el que no se dispone de un tipo de interés a largo plazo comparable) se vio afectado considerablemente por la crisis financiera mundial. Los cambios en la composición de las carteras como consecuencia de un aumento general de la aversión al riesgo entre los inversores constituyeron un importante factor determinante de la evolución de los mercados de renta fija en estos países. En la primera parte del 2008, la evolución de los rendimientos de la deuda pública en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue similar a la observada en la zona del euro, en donde dichos rendimientos fueron relativamente estables. El período siguiente se caracterizó por una mayor divergencia entre los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, registrando algunos de ellos descensos de los rendimientos, como en la zona del euro, mientras que otros experimentaron aumentos bruscos. En diciembre del 2008, los tipos de interés a largo plazo en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se situaban,

en promedio, en torno a 85 puntos básicos por encima de los niveles observados a comienzos del año, frente al descenso de 34 puntos básicos registrado en la zona del euro. Los mayores incrementos se produjeron en Lituania y Letonia (430 y 330 puntos básicos, respectivamente), como consecuencia, principalmente, de las mayores dificultades con que tropezaron las autoridades de esos países para hacer frente a sus necesidades de financiación en un contexto de acusado deterioro del crecimiento económico.

Entre enero y diciembre del 2008, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública frente a la zona del euro aumentaron, en promedio, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona. En Lituania y Letonia, alcanzaron máximos históricos, situándose, en diciembre, en torno a 500 puntos básicos.

A semejanza de lo ocurrido en los mercados de deuda fija, en el 2008 los índices de cotización bursátil se vieron negativamente afectados en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro por el aumento de la incertidumbre, el sentimiento pesimista respecto a la futura evolución de la economía y la información sobre continuas pérdidas en el sector financiero. En general, los mercados bursátiles se caracterizaron por un alto grado de volatilidad y por el descenso de las cotizaciones que, entre diciembre del 2007 y diciembre del 2008, se cifró, en promedio, en un 50%. Los descensos más pronunciados — más del 70% — se registraron en Bulgaria y Rumanía, como consecuencia, principalmente, del mayor riesgo que los inversores asignaron a los mercados de capitales de esos países.

### **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 varían considerablemente de un país a otro (véase cuadro 10).

**Cuadro 10 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% $\pm$ 1 punto porcentual hasta finales del 2009 y 2% $\pm$ 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 $\pm$ 2,25% en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm$ 15% en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro. Estonia mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm$ 15% en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de $\pm$ 1% como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Litas lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm$ 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%, $\pm$ 1 punto porcentual, objetivo a medio plazo desde el 2007. Régimen cambiario de flotación libre.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, $\pm$ 1 punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	Objetivo de inflación: 3,8% y 3,5%, $\pm$ 1 punto porcentual al final del 2008 y al final del 2009, respectivamente. Régimen cambiario de flotación controlada.
Eslovaquia	Objetivo de inflación de conformidad con las condiciones del MTC II	Corona eslovaca	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de $\pm$ 15% en torno a una paridad central de 35,4424 coronas eslovacas por euro, y a partir del 29 de mayo, una paridad central de 30,1260 coronas eslovacas por euro. El objetivo de inflación se ha fijado por debajo del 2% para el final del 2008. Eslovaquia adoptó el euro el 1 de enero de 2009.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2% con un margen de tolerancia de $\pm$ 1 punto porcentual. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% (incremento interanual del IPC) <sup>1</sup> . En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Comité de Política Monetaria debería dirigir una carta abierta al Ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

1) El IPC es idéntico al IAPC.

En el 2008, la política monetaria y los regímenes cambiarios de la mayoría de estos Estados prácticamente no experimentaron variación. No obstante, en febrero del 2008, Hungría reemplazó la banda de su tipo de cambio frente al euro por un régimen de flotación libre y cesó

su estrategia de objetivos inflación. En algunos otros países se hicieron algunos ajustes en los marcos de política monetaria con miras a la futura integración monetaria en la zona del euro.

La intensificación de las turbulencias financieras mundiales en el otoño del 2008 supuso varios desafíos para la política monetaria en la mayoría de los países de la UE no pertenientes a la zona del euro, ya que algunos experimentaron restricciones de liquidez en sus mercados interbancarios, así como tensiones en sus mercados de divisas. La respuesta de los respectivos BCN a estos desafíos varió en función de la situación económica y del marco de política monetaria vigente en cada país.

Por lo que respecta a las decisiones de política monetaria adoptadas en el 2008, la mayoría de los bancos centrales que participan en el MTC II adoptaron medidas de política monetaria que, con frecuencia, fueron un reflejo de las aplicadas por el BCE. En julio, el BCE elevó el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en un total de 25 puntos básicos, antes de rebajar su principal tipo de interés en el último trimestre en tres etapas en un total de 175 puntos básicos.

Dado que mantienen regímenes de *currency board*, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), el Lietuvos bankas y el Eesti Pank no tienen tipos de interés oficiales; adoptan automáticamente los tipos fijados por el BCE. Además, en vista del deterioro de la confianza entre los bancos radicados en el país y de la falta de liquidez en los mercados interbancarios, los dos primeros bancos centrales mencionados redujeron sus exigencias de reservas mínimas a fin de atenuar dichas restricciones.

En cuanto a los países que participan en el MTC II y no funcionan con un régimen de *currency board*, el Latvijas Banka, que aplica una banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  en torno a la paridad central del lats como compromiso unilateral, mantuvo su tipo de interés oficial en el 6% durante todo el año. No obstante, elevó el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 100 puntos básicos, hasta el 3%, y aplicó diferentes tipos de interés a la facilidad marginal de crédito en función del número de días que se hubiera utilizado este servicio durante los

30 días precedentes. Asimismo, el Latvijas Banka redujo el coeficiente de reservas mínimas para los pasivos bancarios a más de dos años en cinco etapas (por un total de 500 puntos básicos, hasta el 3%) y el que se aplica a otros pasivos (por un total de 300 puntos básicos, hasta el 5%), a fin de atenuar las restricciones de liquidez del sector bancario. En diciembre del 2008, suscribió, además, un contrato swap con el Sveriges Riksbank y el Danmarks Nationalbank, que le permitía obtener en préstamo hasta 500 millones de euros en concepto de financiación a corto plazo para mantener la estabilidad macroeconómica y financiera.

El Danmarks Nationalbank elevó su tipo de interés oficial en cuatro etapas, por un total de 125 puntos básicos, entre mayo y octubre del 2008. Si bien una de estas decisiones (la adoptada en julio) se hizo en paralelo al incremento de los tipos de interés del BCE en 25 puntos básicos, el resto de las subidas se hicieron al margen de las decisiones del BCE, que mantuvo sin variación, o incluso redujo, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, y se adoptaron para aumentar el diferencial de los tipos de interés oficiales frente a la zona del euro. El Danmarks Nationalbank elevó los tipos de interés para contrarrestar el debilitamiento de la corona en períodos de tensión en los mercados de divisas. En octubre, el Danmarks Nationalbank y el BCE anunciaron la creación de una línea de swaps por importe de 12 mm de euros para aumentar la liquidez en euros en los mercados de corto plazo. Esta medida se produjo después de que el Danmarks Nationalbank suscribiera un acuerdo similar con la Reserva Federal de Estados Unidos en septiembre. Tras una relajación parcial de las tensiones en los mercados financieros daneses, el Danmarks Nationalbank siguió los pasos del BCE en noviembre y diciembre del 2008 y redujo su principal tipo de interés oficial, en dos etapas, en un total de 125 puntos básicos.

Ante la próxima adopción del euro por Eslovaquia, el Národná banka Slovenska siguió un camino paralelo al del BCE a partir de

octubre del 2008 y redujo el tipo de interés de las operaciones repo, en tres etapas, por un total de 175 puntos básicos, hasta el 2,5%. Además, redujo el corredor de los tipos a un día en torno al tipo repo hasta 100 puntos básicos.

centrales de la República Checa, Polonia y Hungría también realizaron una serie de recortes, reduciendo los tipos de interés «oficiales» en un total de 125, 100 y 150 puntos básicos, respectivamente, en noviembre y diciembre.

La mayoría de los BCN que tienen objetivos de inflación y no participan en el MTC II aplicaron políticas monetarias más restrictivas a principios del 2008 con el objetivo de contener las presiones inflacionistas originadas, en gran medida, por las subidas de los precios de los alimentos y la energía y también, en algunos países, motivadas por el fuerte crecimiento de los salarios. En los tres primeros trimestres del 2008, el Sveriges Riksbank, el Magyar Nemzeti Bank y Narodowy Bank Polski elevaron sus tipos de interés oficiales en un total de 100 puntos básicos en varias etapas, mientras que la Banca Națională a României lo aumentó en seis etapas, por un total de 275 puntos básicos. El Česká národní banka elevó en 25 puntos básicos su tipo de interés oficial en febrero y lo disminuyó en esa misma cuantía en agosto. El Banco de Inglaterra, tras haber comenzado a reducir los tipos de interés oficiales en diciembre del 2007, continuó recortándolos durante los tres primeros trimestres del 2008.

La remisión de las presiones inflacionistas tras el descenso de los precios de las materias primas, el deterioro de las perspectivas económicas y la intensificación de la crisis financiera mundial propiciaron que la mayoría de los BCN que tienen objetivos de inflación redujeran sus tipos de interés oficiales en el cuarto trimestre del 2008. El 8 de octubre, el Banco de Inglaterra y el Sveriges Riksbank recortaron sus tipos de interés en 50 puntos básicos en una acción concertada con el BCE y otros bancos centrales no pertenecientes a la UE. Sin embargo, el 22 de octubre, el Magyar Nemzeti Bank elevó su tipo de interés oficial en 300 puntos básicos en respuesta a la evolución de los mercados financieros. Por el contrario, el Banco de Inglaterra y el Sveriges Riksbank siguieron reduciéndolos en varias etapas, en el cuarto trimestre del 2008, hasta un total de 300 y 275 puntos básicos, respectivamente. Los bancos







Willem F. Duisenberg, anterior presidente del BCE, con su esposa Gretta y el Canciller alemán Helmut Kohl en el acto de inauguración del BCE el 30 de junio de 1998

## **CAPÍTULO 2**

# **OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL**

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

## I.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Las operaciones de política monetaria del Eurosistema comprenden, por una parte, 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, y, por otra parte, las facilidades permanentes. Dentro del marco operativo para la ejecución de la política monetaria, que se basa en un sistema de reservas mínimas, estos instrumentos se utilizan para gestionar la situación de liquidez en el mercado monetario interbancario, con el objetivo de mantener los tipos de interés a muy corto plazo en niveles próximos al tipo de interés oficial del BCE.

A lo largo del 2008, el Consejo de Gobierno adoptó decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE en cuatro ocasiones. El 3 de julio, el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos, hasta el 4,25%. Los días 8 de octubre, 6 de noviembre y 4 de diciembre, los tipos de interés oficiales del BCE fueron rebajados al 3,75%, 3,25% y 2,50%, respectivamente. Además, el 8 de octubre el Consejo de Gobierno decidió reducir la banda que determinan las facilidades permanentes, de 200 a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la OPF, a partir del 9 de octubre. En consecuencia, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se situó 50 puntos básicos por encima del tipo de interés de la OPF y el tipo de interés de la facilidad de depósito se situó 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés de la OPF. El 18 de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió que, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes volvería a situarse en los niveles anteriores a los aplicados en octubre.

La ejecución de la política monetaria a lo largo del 2008 estuvo determinada por los esfuerzos del Eurosistema para hacer frente a las tensiones de los mercados monetarios derivadas de las turbulencias financieras. En una primera serie de medidas puestas en marcha hasta septiembre, el Eurosistema adelantó la provisión de liquidez

Gráfico 40 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA



Fuente: BCE.

1) Tipo mínimo de puja hasta el 14 de octubre de 2008 y tipo fijo a partir del 15 de octubre de 2008.

al comienzo del período de mantenimiento de reservas, a fin de permitir a las entidades de crédito cumplir sus exigencias de reservas en fechas algo más tempranas de dicho período, y la redujo más adelante, con lo que la oferta total de liquidez en todo el período de mantenimiento no experimentó variaciones. Al mismo tiempo, se amplió el plazo medio de vencimiento de las operaciones de mercado abierto, aumentando el porcentaje de liquidez proporcionada mediante operaciones a plazo más largo.

En octubre del 2008, tras el notable deterioro de los mercados financieros observado a raíz de la quiebra de Lehman Brothers, el BCE adoptó una segunda serie de medidas, entre las que cabe destacar la aplicación de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de mercado abierto, la reducción de la banda tipos de interés de las facilidades permanentes de 200 a 100 puntos básicos y la ampliación de la lista de activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

Todas estas medidas tenían por objeto garantizar que las entidades de crédito solventes pudieran tener acceso a la liquidez en todo momento, contribuyendo así a mejorar el funcionamiento –ya dañado– del mercado monetario y también a controlar los tipos de interés a corto plazo (para más detalles, véase recuadro 10).

#### Recuadro 10

### OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA DURANTE EL RECIENTE PERÍODO DE VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Las turbulencias observadas en los mercados financieros afectaron a la ejecución de las operaciones de política monetaria durante todo el 2008. Este recuadro, en el que se detallan las operaciones de política monetaria llevadas a cabo por el BCE en relación con las turbulencias, se centra en las medidas de gestión de liquidez, tanto respecto a las operaciones en euros como a las operaciones en divisas, y describe cómo el sistema de activos de garantía respaldó la aplicación de la política monetaria durante este período.

En el 2008 pueden identificarse dos fases en la gestión de liquidez. La primera corresponde al período comprendido entre enero y septiembre, en el que, en términos generales, el BCE continuó aplicando las medidas que había adoptado durante el segundo semestre del 2007. La segunda fase se inició en septiembre con la quiebra de Lehman Brothers, que produjo una intensificación de las tensiones existentes en el mercado monetario y provocó una nueva oleada de medidas relativas a la gestión de liquidez.

#### Gestión de la liquidez de enero a septiembre del 2008

Las medidas adoptadas por el BCE para hacer frente a las tensiones en el mercado monetario en el período comprendido entre enero y septiembre pueden agruparse bajo tres encabezamientos:

##### 1 Provisión de liquidez al principio del período de mantenimiento

Durante esta etapa, el BCE aumentó la oferta de liquidez al comienzo del período de mantenimiento y la redujo hacia el final de dicho período. Esta «adelanto» de liquidez permitió que las contrapartidas cumplieran con sus exigencias de reservas algo más pronto en el período de mantenimiento, pero no modificó la liquidez media proporcionada durante el período completo. En un entorno de elevada incertidumbre y de volumen de actividad decreciente, especialmente en el segmento a largo plazo del mercado monetario, las preferencias de las entidades de crédito parecieron cambiar en favor de un pronto cumplimiento de las exigencias de reserva. En algunas ocasiones, el BCE efectuó operaciones de ajuste en determinados días dentro de un período de mantenimiento, con el fin de dirigir los tipos de interés a corto plazo hacia niveles cercanos al tipo de interés oficial.

##### 2 Operaciones de financiación a plazo más largo complementarias

En este período, el saldo vivo de la financiación proporcionada a través de las operaciones a plazo más largo, que había pasado de aproximadamente el 30%, antes de que se iniciaran las

turbulencias en julio del 2007, al 60% en enero del 2008, se mantuvo prácticamente sin cambios. El 7 de febrero de 2008, el Consejo de Gobierno decidió<sup>1</sup> renovar las dos operaciones complementarias a tres meses que había introducido en el 2007, con el fin de favorecer la normalización del mercado monetario (inicialmente por un importe de 60 mm de euros y, luego, por un importe de 50 mm de euros). Al mismo tiempo, el vencimiento medio de la financiación se incrementó con la introducción de OFPML complementarias con vencimientos a tres y seis meses. El 28 de marzo de 2008, el Consejo de Gobierno decidió realizar operaciones complementarias adicionales a tres meses, por un importe de €50 mm de euros, así como operaciones a seis meses. Las primeras operaciones a seis meses se liquidaron el 3 de abril y el 10 de julio, por un importe de 25 mm de euros cada una. Durante el año 2008, todas estas operaciones se renovaron al vencimiento.

### 3 Operaciones ligadas a las operaciones de financiación a plazo en dólares

Con objeto de abordar las distorsiones en los mercados europeos de financiación en dólares estadounidenses provocadas por las turbulencias en los mercados financieros, en el 2007 el BCE estableció un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) con la Reserva Federal. En relación con las operaciones de financiación a plazo en dólares (*term auction facility*) de la Reserva Federal, y en estrecha colaboración con otros bancos centrales, el Eurosistema suministró a sus contrapartidas la financiación en dólares recibida a través de la línea *swap*, a cambio de la entrega de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema.

El Eurosistema proporcionó por primera vez liquidez en dólares estadounidenses en diciembre del 2007, en dos operaciones que se renovaron en enero del 2008. En vista de la limitada demanda de dólares tras estas operaciones, en febrero el Eurosistema dejó de realizar, temporalmente, operaciones de provisión de dólares estadounidenses. Sin embargo, en febrero y primeros de marzo volvieron a aumentar las tensiones de liquidez en los mercados de financiación, lo que forzó una acción coordinada de varios bancos centrales para hacer frente a la reanudación de las tensiones. Como parte de esta acción coordinada, el Consejo de Gobierno decidió el 11 de marzo reactivar la provisión de financiación en dólares estadounidenses a sus entidades de contrapartida.

La financiación en dólares se proporcionó mediante operaciones quincenales con vencimiento a 28 días, por un importe de 15 mm de dólares estadounidenses en cada subasta. No obstante, el 2 de mayo, en vista de la persistencia de las tensiones de liquidez en algunos mercados de financiación, puestas de manifiesto por los elevados tipos de interés de los depósitos a plazos superiores a un día (por ejemplo, una semana) en diferentes monedas, los inusualmente altos tipos de interés en dólares estadounidenses implícitos en los tipos de los *swap* de divisas y los significativos niveles de demanda en las operaciones en dólares del Eurosistema, se incrementó el importe adjudicado en cada una de las subastas quincenales a 25 mm de dólares.

Con el fin de satisfacer del mejor modo posible las necesidades de los bancos de financiarse en dólares, el 30 de julio el Eurosistema amplió las facilidades de financiación en dólares estadounidenses. El BCE, en coordinación con la Reserva Federal, anunció la introducción de una operación de financiación a plazo en dólares a 84 días para complementar la actual financiación en dólares a 28 días. Sin embargo, el saldo vivo total se mantuvo sin cambios en 50 mm de dólares.

<sup>1</sup> La lista completa de comunicados emitidos por el BCE puede consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo/html/communication.en.html>.

## Gestión de la liquidez de octubre a diciembre del 2008

Al intensificarse las tensiones en todos los segmentos del mercado monetario tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre del 2008, el BCE adoptó cinco medidas adicionales de gestión de liquidez.

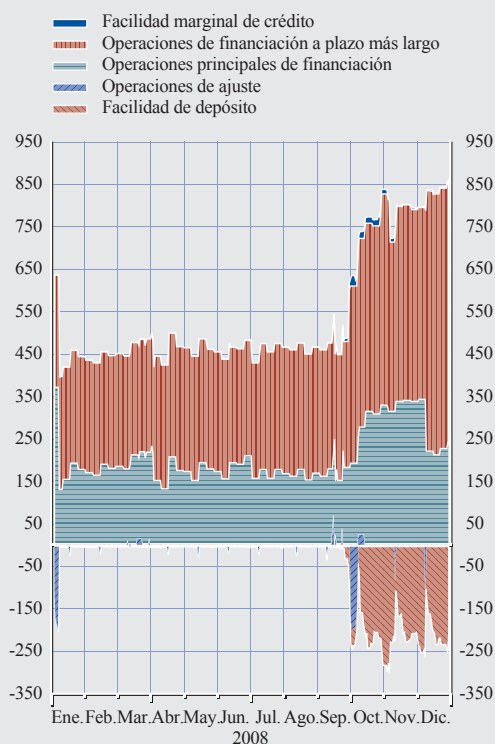
### 1 Subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena

La intensificación de las tensiones en los mercados financieros en la segunda quincena de septiembre y a comienzos de octubre del 2008 causó una distorsión adicional en los mercados monetarios, que hizo que resultara cada vez más difícil para las entidades de crédito obtener financiación en el mercado monetario. En respuesta a estos hechos, el Consejo de Gobierno decidió el 8 de octubre que a partir del 15 de octubre, y al menos hasta el final del período de mantenimiento que finalizaba el 20 de enero de 2009, todas las operaciones principales de financiación se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Esta medida tuvo por objeto señalar a los participantes en el mercado que el BCE estaba dispuesto a suministrar tanta liquidez como fuera necesaria para evitar una crisis de liquidez. La medida ocasionó un aumento significativo del volumen total de operaciones vivas de mercado abierto denominadas en euros, pues la oferta de liquidez estaba ahora determinada por el importe total de las pujas de las entidades de contrapartida (véase gráfico A). La política de adjudicación plena se aplicó de facto el 9 de octubre mediante una operación de ajuste de inyección de liquidez en la que se cubrieron todas las pujas.

Además, el 15 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió utilizar también subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo (y en las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias), con efecto a partir del 30 de octubre y, al menos, hasta el final del primer trimestre del 2009.

## Gráfico A Oferta de liquidez mediante las operaciones de mercado abierto y el uso de las facilidades permanentes

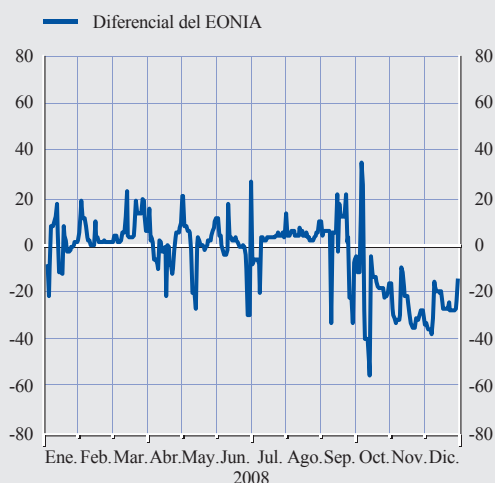
(mm de euros)



Fuente: BCE.

## Gráfico B Diferencial entre el EONIA y el tipo de interés de las OPF

(tipo mínimo de puja hasta el 14 de octubre y tipo fijo a partir del 15 de octubre)



Fuente: BCE.



La mayor oferta de liquidez alivió significativamente las tensiones en los plazos cortos del mercado monetario y causó un descenso general del EONIA, que se inició en la fecha en que se efectuaron los anuncios (véase gráfico B). Entre mediados de octubre y finales del 2008, el EONIA se situó sistemáticamente por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación. Además, el EONIA se redujo dentro de cada período de mantenimiento, en consonancia con el cumplimiento gradual de las exigencias de reserva y la creciente utilización de la facilidad de depósito por parte de las entidades de contrapartida.

## **2 Reducción de la banda determinada por los tipos de interés de las facilidades permanentes**

El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió, asimismo, reducir el ancho de la banda que determinan las dos facilidades permanentes (es decir, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito) de 200 a 100 puntos básicos. El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se fijó en 50 puntos básicos por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, y el tipo de la facilidad de depósito se fijó en 50 puntos básicos por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación. La reducción de la banda tenía por objeto facilitar aún más a los bancos la gestión de su liquidez, ofreciendo al sector bancario una intermediación de banca central más barata. Esta medida entró en vigor el 9 de octubre y se mantuvo hasta el 20 de enero de 2009, fecha en que la banda se amplió de nuevo a 200 puntos básicos.

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

Tras la decisión adoptada el 15 de octubre por el Consejo de Gobierno, la provisión de financiación a plazo más largo se incrementó mediante la renovación de las operaciones existentes y el inicio de nuevas operaciones. Por consiguiente, durante cada período de mantenimiento se ejecutaron cuatro operaciones a plazo más largo: una que abarcó la duración completa del período de mantenimiento (una operación de financiación a plazo especial), dos con vencimiento a tres meses y una con vencimiento a seis meses. Así pues, a finales del 2008 el porcentaje de las operaciones principales de financiación en el volumen total adjudicado había disminuido a cerca del 28%, mientras que las operaciones de financiación a plazo más largo, las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y las operaciones de financiación a plazo especial representaban el 72% restante (véase gráfico A).

## **4 Operaciones complementarias de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y francos suizos**

### *Operaciones del Eurosistema de inyección de liquidez en dólares*

Desde mediados de septiembre del 2008, las tensiones en los mercados monetarios en dólares estadounidenses empeoraron sustancialmente. En particular, los tipos cotizados para los depósitos en dólares en los mercados asiáticos, europeos y en las primeras horas de negociación en el mercado estadounidense fueron muy elevados, alcanzando en ocasiones niveles superiores al 10%. La liquidez en el mercado de *swaps* de divisas fue, también, inusualmente baja, en un entorno de señales que apuntaban a un aumento de las tensiones y de la segmentación del mercado, por lo que el acceso a la financiación en dólares estadounidenses pasó a ser extremadamente difícil para las entidades establecidas fuera de Estados Unidos. En respuesta a lo anterior, el Eurosistema volvió a incrementar su provisión de liquidez en dólares estadounidenses a sus entidades de contrapartida, ejecutando operaciones con vencimiento a

siete días y, posteriormente, con vencimiento a un día, además de las operaciones a 28 y a 84 días ya existentes. En dos momentos, amplió también el importe ofertado a las contrapartidas en las mencionadas operaciones de inyección de liquidez en dólares, incrementando, asimismo, en cada ocasión la línea *swap* con la Reserva Federal. Con estas subidas sucesivas, a primeros de octubre, el importe máximo de las operaciones de inyección de liquidez en dólares alcanzó los 50 mm de dólares en las operaciones a un día, 40 mm de dólares en las operaciones a 28 días y 20 mm de dólares en las operaciones a 84 días.

El 15 de octubre, dados los elevados niveles de incertidumbre prevalecientes en el sistema bancario, el BCE, en coordinación con la Reserva Federal, se comprometió a cubrir, a un tipo de interés fijo, todas las pujas presentadas en las operaciones a 7, 28 y 84 días, y se dejaron de utilizar las operaciones a un día.

Con el fin de paliar los posibles problemas de disponibilidad insuficiente de activos de garantía admitidos, dado el procedimiento de adjudicación plena tanto en las operaciones de inyección de liquidez en euros como en dólares, el BCE anunció el 15 de octubre de 2008 que el Eurosistema ejecutaría, también, operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas euros/dólares. Estos *swaps* de divisas, efectuados de forma paralela a las operaciones de cesión temporal en dólares respaldadas por activos de garantía, también fueron financiados a través de la línea *swap* con la Reserva Federal, que se había prolongado hasta el 30 de abril de 2009.

Las operaciones de cesión temporal en dólares siguieron teniendo una demanda bastante alta, con un gran número de entidades participantes y un elevado importe de las pujas, mientras que la participación en los *swaps* de divisas en dólares continuó siendo, por lo general, muy limitada, tanto en términos de importes solicitados como en el número de entidades participantes.

#### *Operaciones del Eurosistema de inyección de liquidez en francos suizos*

La intensificación de las tensiones observada en los mercados monetarios internacionales en octubre del 2008 también ocasionó presiones al alza en los tipos de de los mercados monetarios a corto plazo en francos suizos. Al mismo tiempo, se acrecentaron las necesidades de financiación en francos suizos de los bancos sin acceso directo a las operaciones del Banco Nacional Suizo, sobre todo en la zona del euro. Por lo tanto, el 15 de octubre el Banco Nacional Suizo y el BCE anunciaron conjuntamente medidas para mejorar la liquidez en los mercados monetarios a corto plazo en francos suizos, por las que el Eurosistema proporcionaría a sus entidades de contrapartida financiación en francos suizos a través de una línea *swap* con el Banco Nacional Suizo.

La provisión de liquidez en francos suizos por parte del Eurosistema adoptó la forma de *swaps* de divisas euros/francos suizos a un precio fijo por un importe máximo determinado por el BCE en coordinación con el Banco Nacional Suizo. Estos *swaps* se llevaron a cabo inicialmente sólo con vencimiento a siete días, pero más tarde se complementaron con operaciones de *swaps* a tres meses, con el fin de reducir tensiones en este segmento de los mercados monetarios en francos suizos.

El importe máximo en cada una de las subastas se fijó en 20 mm de euros para las operaciones a siete días y en 5 mm de euros para las operaciones a 84 días. Los *swaps* de divisas euros/francos suizos tuvieron una demanda bastante moderada, situándose los importes solicitados por debajo del máximo en todas las operaciones. La ratio de cobertura de las pujas se estabilizó en torno a 0,6 en los *swaps* a siete días y alrededor de 0,1 en las operaciones a 84 días.

#### *La provisión de liquidez en euros del BCE a algunos bancos centrales de la UE*

En octubre y noviembre del 2008, el BCE concluyó acuerdos para proveer de liquidez en euros a una serie de bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro. La intención del BCE al establecer estos acuerdos fue apoyar varias medidas adoptadas por estos bancos centrales, todas ellas encaminadas a mejorar la liquidez en euros de sus respectivos mercados financieros nacionales.

Este apoyo adoptó la forma de cesiones temporales por un importe inferior o igual a 5 mm de euros con el Magyar Nemzeti Bank y a 10 mm de euros con el Narodowy Bank Polski. El BCE y el Danmarks Nationalbank suscribieron un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) por un importe de 12 mm de euros.

### **5 Ampliación de la lista de activos de garantía**

El 15 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió ampliar temporalmente la lista de activos de garantía admitidos, hasta el final del 2009. Durante gran parte del 2008 no se observaron restricciones en cuanto a la disponibilidad de activos de garantía, debido a la amplitud del sistema de activos de garantía del Eurosistema. No obstante, en vista del aumento de la liquidez proporcionada a distintos vencimientos en euros y en dólares y de la introducción de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el sistema de activos de garantía se amplió temporalmente del modo que se detalla a continuación:

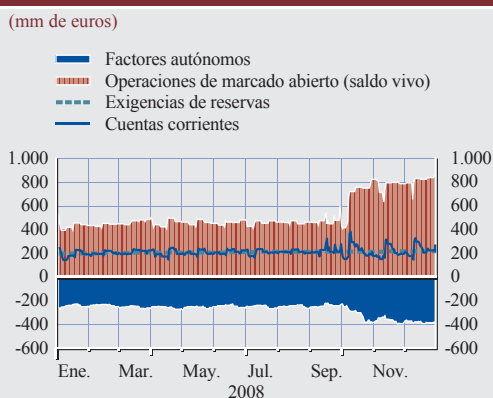
- A partir del 22 de octubre de 2008, el umbral de calidad crediticia de los activos negociables y no negociables se rebajó de «A-» a «BBB-», a excepción de los bonos de titulización, para los que se mantiene el umbral de calidad crediticia «A-». Además, desde el 22 de octubre de 2008, el Eurosistema acepta también instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito, entre los que se incluyen los certificados de depósito que no cotizan en mercados regulados, siempre que se negocien en determinados mercados no regulados que el BCE considera aceptables. Los instrumentos de renta fija subordinados, que estén protegidos por una garantía aceptable y que cumplan todos los demás criterios de selección, pueden, asimismo, utilizarse como activos de garantía.
- Desde el 14 de noviembre, el Eurosistema también acepta instrumentos de renta fija negociables emitidos en la zona del euro y denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes japoneses, siempre que el emisor esté establecido en el EEE.
- Con objeto de cumplir las obligaciones estatutarias del Eurosistema de que su balance siga estando protegido frente al riesgo financiero, se aplican medidas de control de riesgos al conjunto ampliado de activos de garantía. La ampliación de los criterios de selección se conjuga, así, con el estrecho seguimiento del uso del sistema de activos de garantía.

### **NECESIDADES DE LIQUIDEZ DEL SISTEMA BANCARIO**

Cuando el Eurosistema inyecta liquidez mediante operaciones de mercado abierto, tiene en cuenta una valoración diaria de las necesidades de liquidez del sistema bancario para el conjunto de la zona euro. Dichas necesidades se calculan

sumando las exigencias de reservas mínimas, el exceso de fondos mantenido respecto a dichas exigencias en las cuentas corrientes de las entidades de crédito en el Eurosistema (exceso de reservas) y los factores autónomos. Los factores autónomos son aquellas partidas del balance del Eurosistema, como los «billetes en circulación»

**Gráfico 41 Factores de liquidez en la zona del euro en el 2008**

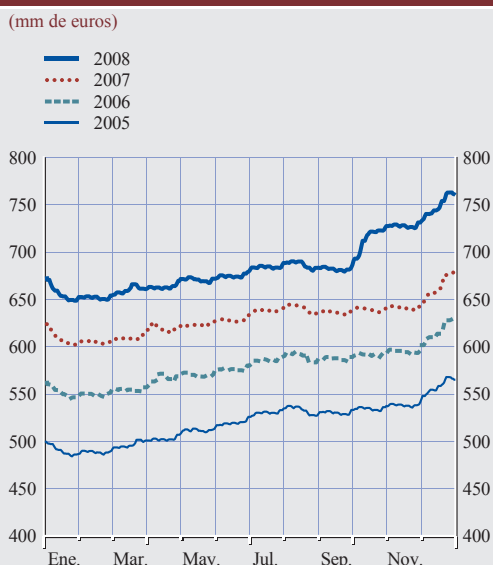


Fuente: BCE.

y los «depósitos de las Administraciones Públicas», que influyen en los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito, pero no están sometidos al control directo de la gestión de liquidez del Eurosistema.

En el 2008, las necesidades diarias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro ascendieron, en promedio, a 487,1 mm de euros, un 10,3% más que en el 2007 (véase gráfico 41).

**Gráfico 42 Billetes en circulación**



Fuente: BCE.

Una de las razones de este incremento fue el crecimiento sostenido de las exigencias de reservas, en un 12,5%, hasta 210,8 mm de euros. Otro importante motivo fue un aumento excepcional de la demanda de billetes, que no estuvo relacionado con factores estacionales. El gráfico 42 muestra que el importe de los billetes en circulación se elevó de forma significativa, en más del 6%, entre septiembre y comienzos de noviembre del 2008, lo que contribuyó al crecimiento total de las necesidades de liquidez. En conjunto, en el 2008 los factores autónomos aumentaron un 8,9%, hasta 274,5 mm de euros. Aunque, en comparación con el 2007, el exceso medio de reservas de los periodos de mantenimiento que finalizaron en el 2008 aumentó de 0,2 mm de euros a 1,1 mm de euros, esta partida siguió siendo insignificante en términos relativos, ya que su importe sólo alcanzó el 0,5% de las exigencias de reservas.

#### SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

Las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener unas reservas mínimas en cuentas corrientes en el Eurosistema. Como ha venido ocurriendo desde 1999, en el 2008 dichas reservas eran iguales al 2% de la base de reservas de las entidades de crédito, y, en promedio, ascendieron a 210,8 mm de euros. Es el crecimiento de la base de reservas, que se determina en función de ciertos pasivos a corto plazo de los balances de las entidades de crédito, lo que explica el mencionado incremento del 12,5% de las exigencias totales de reservas en el 2008. Dado que, para cualquier período de mantenimiento, el Eurosistema remunera las reservas mantenidas a un tipo de interés equivalente a la media del tipo marginal de las OPF (si éstas se realizan mediante subastas a tipo de interés variable) o del tipo fijo de las OPF (en el caso de subastas a tipo de interés fijo), el sistema de reservas mínimas no impone costes significativos al sector bancario. Al mismo tiempo, el sistema cumple dos funciones importantes dentro del marco operativo para la ejecución de la política monetaria: en primer lugar, estabiliza los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, porque las exigencias de reservas

se cumplen como promedio a lo largo de todo el período de mantenimiento, lo que permite a las entidades de crédito compensar entradas y salidas temporales e imprevistas de liquidez de sus cuentas; en segundo lugar, amplía el déficit de liquidez del sistema bancario, es decir, la necesidad general de financiarse recurriendo al Eurosistema.

### **OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO**

El Eurosistema utiliza las OPF, las OFPML 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, normalmente, al plazo de una semana. Constituyen el instrumento principal para señalar la orientación de la política monetaria del BCE.

Hasta el 8 de octubre de 2008, las OPF se ejecutaron mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo mínimo de puja, y a partir del 15 de octubre se realizaron mediante subastas a tipo de interés fijo en las que se satisficieron todas las pujas. El número de entidades de contrapartida que pueden tomar parte en estas operaciones creció en el 2008, desde 1.693 a 2.099. La mayor parte de este aumento se produjo en octubre y noviembre, meses en los que algunas entidades de crédito decidieron solicitar su admisión, debido a las restricciones de crédito registradas en el mercado monetario. En promedio, 443 entidades de contrapartida participaron en las OPF en el 2008, un 31% más que en el 2007, año en el que participaron, en promedio, 338 entidades. Este incremento estuvo también relacionado con la intensificación de las presiones en el mercado monetario, como consecuencia de las cuales numerosas entidades de contrapartida tuvieron que satisfacer sus necesidades de liquidez tomando prestado del BCE en lugar de endeudarse en el mercado. En octubre, cuando el BCE pasó a aplicar el procedimiento de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el número de entidades de contrapartida participantes en las OPF volvió a aumentar, desde un promedio de 354 en las

subastas a tipo de interés variable a 747 en las subastas a tipo de interés fijo.

Hasta el 8 de octubre, el Eurosistema adjudicó, en promedio, 175 mm de euros en las OPF realizadas mediante subastas a tipo de interés variable. El importe adjudicado varió considerablemente durante este período, debido a la política de adelanto, que dio lugar a un descenso de los importes adjudicados a lo largo de cada período de mantenimiento, y a un incremento de la liquidez proporcionada a través de las OFPML. Cuando, el 15 de octubre de 2008, las OPF pasaron a realizarse mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, los importes adjudicados se elevaron de forma significativa, hasta un promedio de 291 mm de euros. A finales del 2008, la liquidez proporcionada a través de las OPF representaba el 28% del volumen total de financiación, nivel notablemente inferior al 65%-75% observado en años anteriores.

Las OFPML son operaciones mensuales de inyección de liquidez con vencimiento a tres meses. Además de estas operaciones, a lo largo del 2008 se fueron añadiendo gradualmente OFPML complementarias. Al final del año se efectuaron dos OFPML complementarias en cada período de mantenimiento, una a tres meses y otra a seis meses, así como una operación de financiación a plazo especial, idéntico a la duración del período de mantenimiento. Hasta mediados de octubre, las OFPML y las OFPML complementarias se llevaron a cabo mediante subastas a tipo de interés variable en sentido estricto (es decir, sin tipo mínimo de puja). El importe adjudicado durante este período en las OFPML y las OFPML complementarias a tres meses fue de 50 mm de euros (a excepción de dos OFPML complementarias, que se liquidaron el 21 de febrero y el 13 de marzo y en las que el importe adjudicado fue de 60 mm de euros, en ambos casos). Dos de las OFPML complementarias a seis meses se realizaron por importes de 25 mm de euros (el 2 de abril y el 9 de julio) y una por un importe de 50 mm de euros (el 8 de octubre).

A partir del 30 de octubre de 2008 se llevaron también a cabo operaciones a plazo más largo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El tipo aplicado en todas estas operaciones fue el de las OPF. El cambio a subastas a tipo de interés fijo originó también un incremento generalizado de los importes adjudicados en las operaciones a plazo más largo. Sin embargo, debido a las fuertes expectativas de recorte de los tipos de interés oficiales del BCE, especialmente hacia finales del 2008, el tipo fijo aplicado en estas subastas sólo generó un moderado aumento de los importes adjudicados en las OFPML complementarias con vencimientos de tres o seis meses. Al final del 2008, el saldo vivo de todas las operaciones a plazo más largo (OFPML, OFPML complementarias y operaciones de financiación a plazo especial) se situó en 617 mm de euros, aproximadamente un 72% de todas las operaciones de mercado abierto, que es el mayor porcentaje jamás observado sobre el volumen total de financiación al sector bancario.

En las OFPML, operaciones a las que pueden acudir las mismas entidades de contrapartida que en las OPF, participaron en el 2008 en promedio 157, en comparación con 145 en el 2007. La realización de subastas a tipo de interés fijo hizo descender el promedio de entidades de contrapartida participantes en las OFPML, desde 161 en las subastas a tipo de interés variable, hasta 146 en las subastas a tipo de interés fijo. En las operaciones de financiación a plazo especial, en las que pueden participar las mismas entidades de contrapartida, 210 entidades participaron en la subasta a tipo de interés variable liquidada el 30 de septiembre y una media de 97 entidades participaron en las dos subastas siguientes a tipo de interés fijo.

El BCE puede realizar operaciones ad hoc de ajuste para inyectar y absorber liquidez, a fin de gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. Hasta el 5 de octubre de 2008, el Eurosistema seleccionaba un número limitado de entidades de contrapartida entre las más activas en el mercado monetario para llevar a cabo estas operaciones (136 el

30 de septiembre de 2008). Tras una decisión del Consejo de Gobierno, a partir del 6 de octubre de 2008 se amplió el acceso a las operaciones de ajuste a todas las entidades de contrapartida que pueden participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema realizadas mediante subastas estándar y que cumplen, además, determinados criterios de selección especificados por los respectivos BCN.

En el 2008, el BCE realizó 25 operaciones de ajuste. La práctica de efectuar operaciones de ajuste al final del período se mantuvo a lo largo de todo el año, con lo que doce de estas operaciones se llevaron a cabo el último día de los períodos de mantenimiento. Las trece operaciones restantes se realizaron en respuesta a la situación de liquidez y a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario. Los días 2 y 3 de enero, cuando disminuyeron las tensiones relacionadas con el final del año, se realizaron operaciones de ajuste para absorber liquidez, en un contexto de exceso de oferta. Los días 20 y 31 de marzo, se llevaron a cabo operaciones de ajuste para inyectar liquidez ante las tensiones observadas en los mercados monetarios en relación con el período de vacaciones de Semana Santa y con la quiebra de Bear Stearns. Para hacer frente a las intensas presiones registradas en septiembre en los mercados monetarios, entre el 15 de septiembre y el 9 de octubre el BCE realizó nueve operaciones de ajuste, cinco para inyectar y cuatro para absorber liquidez.

#### **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 admisibles, o para realizar depósitos a un día en el Eurosistema. Al final del 2008, el número de entidades de contrapartida que tenían acceso a la facilidad marginal de crédito era de 2.267, mientras que 2.802 podían acceder a la facilidad de depósito. Los tipos de interés aplicados a estas facilidades constituyen, en principio, un tope máximo y un mínimo para el tipo de interés a un día y, por lo tanto, cumplen una importante función en la ejecución de la política monetaria.



En octubre del 2008, el Consejo de Gobierno decidió que, para aliviar las tensiones en el mercado monetario, se reduciría la banda que determinan las dos facilidades permanentes, de 200 a 100 puntos básicos simétricamente en torno al tipo de interés de la OPF. Esta medida, unida a las cuantiosas adjudicaciones en las operaciones de mercado abierto a tipo de interés fijo, incrementó de forma significativa la utilización de la facilidad de depósito (véase gráfico A del recuadro 10). Hasta el 8 de octubre, en términos medios, se recurrió a la facilidad de depósito por un importe diario de 2,5 mm de euros (frente a 0,5 mm de euros en el 2007). Esta cifra se elevó de manera espectacular, hasta 208,5 mm de euros, en el período transcurrido entre el 9 de octubre y el final del año, durante el cual 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 los mismos se recurría a la facilidad por importes relativamente reducidos, que se iban incrementando posteriormente, a medida que un mayor número de entidades de contrapartida cumplía sus exigencias de reservas.

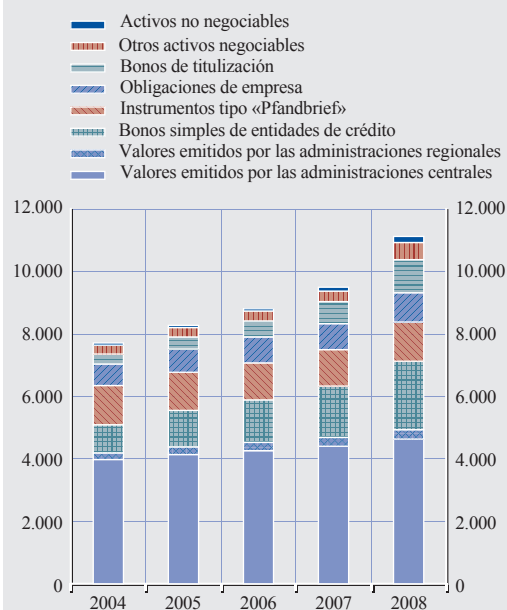
El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito se situó en 0,9 mm de euros hasta el 8 de octubre de 2008 (frente a 0,2 mm de euros en el 2007), y aumentó posteriormente hasta 6,7 mm de euros. Este incremento refleja la rebaja del tipo de interés aplicado a esta facilidad, en términos relativos, como resultado de la reducción de la banda de las facilidades permanentes, aunque puede estar relacionado, en cierta medida, con la mayor incertidumbre respecto a las necesidades de liquidez de las distintas entidades de crédito.

#### ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En consonancia con las prácticas que siguen los bancos centrales en todo el mundo, las operaciones de crédito del Eurosistema han de basarse en 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

**Gráfico 43 Activos de garantía admitidos, por tipo de activo**

(mm de euros; medias anuales)



Fuente: BCE.

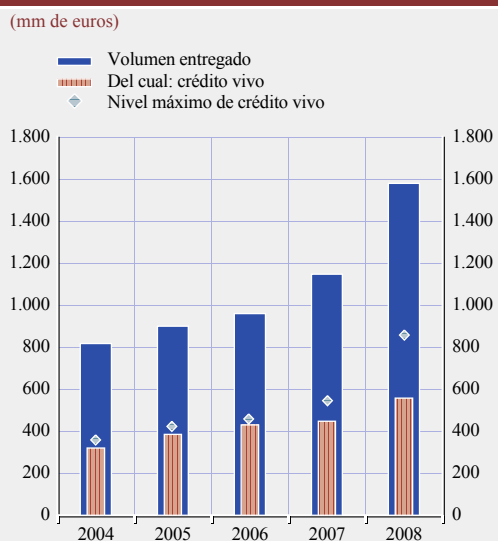
activos de garantía disponibles para un extenso grupo de entidades de contrapartida, de modo que el Eurosistema pueda proporcionarles el volumen de liquidez que considere necesario a través de sus operaciones de política monetaria y de sistemas de pago. Para facilitar la consecución de estos objetivos, el Eurosistema admite una amplia gama de activos como garantía en todas sus operaciones de crédito. Esta característica, junto con el hecho de que numerosas entidades de contrapartida tienen acceso a las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, ha sido fundamental para la ejecución de la política monetaria en tiempos de crisis. A lo largo de la mayor parte del 2008, la flexibilidad intrínseca de su marco operativo ha permitido al Eurosistema proporcionar la liquidez necesaria para hacer frente al deterioro del mercado monetario sin verse limitado por restricciones generalizadas relacionadas con los activos de garantía. Sólo al final del año, en vista de la ampliación de la refinanciación a plazos más largos que el de las operaciones a un día en euros y en dólares estadounidenses,

y también del recurso a procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el Consejo de Gobierno decidió ampliar la lista de activos de garantía admitidos, de forma temporal hasta el final del 2009 (véase recuadro 10).

En el 2008, el importe medio de los activos de garantía ascendió a 11,1 billones de euros, lo que representa un aumento de un 17,2% en comparación con el 2007 (véase gráfico 43). La deuda de las Administraciones Públicas, cifrada en 4,9 billones de euros, representó el 44% del total, mientras que el resto de los activos negociables fueron bonos simples de entidades de crédito (2,2 billones de euros, es decir, un 20%), instrumentos de renta fija tipo «Pfandbrief» emitidos también por entidades de crédito (1,2 billones de euros, equivalentes al 11%), bonos de titulización (1,1 billones de euros, o un 9%), renta fija privada emitida por empresas (0,9 billones de euros, o un 8%), y otros tipos de bonos, como los emitidos por organizaciones supranacionales, (0,6 billones de euros, o un 5%). El importe total de activos negociables admisibles se situó, como consecuencia de la ampliación temporal de la lista de activos de garantía, en unos 870 mm de euros al final del 2008. La lista de activos de garantía incluye también activos no negociables, principalmente créditos (también denominados préstamos bancarios). Contrariamente a los activos negociables, la admisión de los activos no negociables no se determina antes de su aceptación, por lo que el volumen potencial de estos activos no puede medirse con facilidad. El importe de los activos no negociables entregados por las entidades de contrapartida como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema en el 2008 ascendió a 0,2 billones de euros, lo que representa un 2% del total de activos de garantía admisibles 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 (véase recuadro 10).

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 aumentó de forma significativa, desde 1.148 mm de euros en el 2007 (revisado al alza desde 1.101 mm de euros), hasta 1.579 mm de euros en el 2008. Este incremento se debió, principalmente, al hecho de que las entidades entregaron grandes volúmenes adicionales de activos como garantía en las operaciones del Eurosistema tras la aparición de las turbulencias financieras (véase gráfico 44). Como puede observarse al comparar los activos de garantía con el saldo vivo del crédito del Eurosistema a las entidades de contrapartida, la proporción de activos de garantía entregados, no utilizada para cubrir créditos relacionados con operaciones de política monetaria, aumentó ligeramente en términos agregados, lo que sugiere que la disponibilidad de activos de garantía en magnitud suficiente no ha representado una limitación sistémica para las entidades de contrapartida del Eurosistema, pese al creciente volumen de liquidez recibido en las operaciones de financiación.

**Gráfico 44 Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: Volumen entregado y volumen utilizado en las operaciones de política monetaria**

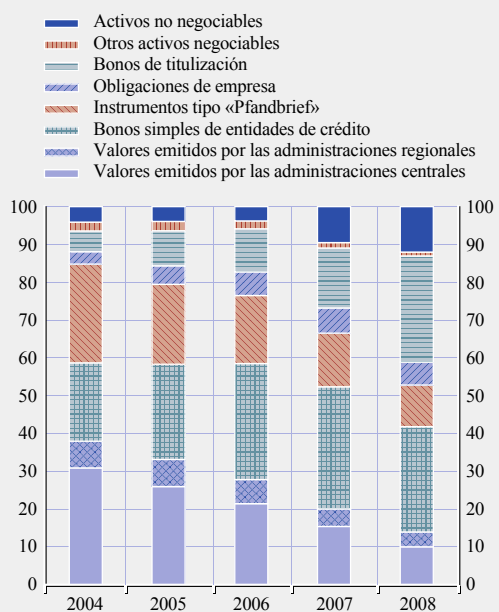


Fuente: BCE.

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

**Gráfico 45 Detalle de los tipos de activos utilizados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo**

(en porcentaje; medias anuales)



Fuente: BCE.

Por lo que respecta a las clases de activos entregados como garantía, la proporción de bonos de titulización se elevó, pasando en promedio del 16% registrado en el 2007 al 28% alcanzado en el 2008, superando, como clase cuantitativamente más importante de activos presentados en las operaciones del Eurosistema, a los bonos simples emitidos por entidades de crédito, que representaron, como promedio, algo menos del 28% de los activos entregados en el 2008. La proporción de activos no negociables aumentó, en promedio, desde el 10% del 2007 hasta el 12% del 2008, mientras que, durante el mismo período, la de la deuda pública se redujo, desde el 15% al 10%. Los nuevos tipos de activos admitidos temporalmente constituyeron el 3% del total de activos de garantía negociables presentados (véase recuadro 10).

### GESTIÓN DE RIESGOS

Para reducir el riesgo de impago por parte de una entidad de contrapartida al que puede estar sometido en sus operaciones de crédito, el Eurosistema exige a dichas entidades la

presentación de activos de garantía adecuados. Sin embargo, en caso de impago el Eurosistema sigue estando expuesto a ciertos 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 operaciones de inyección de liquidez en divisas contra activos de garantía denominados en euros, como las realizadas en el 2008. 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 apropiadas de control de riesgos. Por razones de prudencia, el Eurosistema ha establecido una provisión como protección frente a posibles pérdidas derivadas de la eventual resolución de los activos de garantía aportados por cinco entidades de contrapartida concretas que incumplieron sus obligaciones de pago en el 2008. El nivel de la provisión será revisado anualmente, en función de la eventual disposición de las garantías y en consonancia con las perspectivas de recuperación<sup>1</sup>. De una forma más general, los riesgos financieros derivados de las operaciones de crédito se cuantifican y se comunican periódicamente a los órganos rectores del BCE.

Cada dos años se realiza una revisión de las medidas de control de riesgos para las operaciones de crédito del Eurosistema. Estas medidas se aplican a los activos entregados por las entidades de contrapartida del Eurosistema como garantía del crédito que el Eurosistema concede a través de sus operaciones de mercado abierto y de la facilidad marginal de crédito, así como en forma de crédito intradía para los sistemas de pago. Además de preservar el principio de aceptación de una amplia gama de activos de garantía, la revisión bienal del 2008 incorporó algunas mejoras técnicas de sus medidas de control de riesgos para las operaciones de crédito del Eurosistema. Dichas mejoras reflejan, entre otras cosas, el perfeccionamiento del marco metodológico, la evaluación de las características de los activos

<sup>1</sup> Para más detalles, véase la nota de prensa del 5 de marzo de 2009.

de garantía en términos de riesgo de mercado y de liquidez, el uso efectivo de los activos de garantía por las entidades de contrapartida y la evolución reciente de los instrumentos financieros. Estas mejoras fueron anunciadas el 4 de septiembre de 2008 y entraron en vigor el 1 de febrero de 2009.

En el contexto de estas mejoras se han revisado los recortes de valoración aplicados a los bonos de titulización y a los bonos simples de entidades de crédito. Por otro lado, la prohibición para una entidad de contrapartida de presentar como garantía un activo emitido o garantizado por entidades con las que tenga vínculos estrechos se ha ampliado para incluir formas especiales de vínculos estrechos que pueden surgir cuando se utilizan bonos de titulización como activos de garantía. Desde el 1 de febrero de 2009 se viene exigiendo una mayor transparencia en las evaluaciones del crédito relativas a los bonos de titulización realizadas por una agencia externa de evaluación del crédito aceptada.

Por último, el Eurosistema tiene la posibilidad de limitar o excluir el uso de determinados activos como garantía para sus operaciones de crédito, incluso con carácter individual para entidades de contrapartida concretas, para asegurar una protección adecuada del Eurosistema frente a los riesgos, de conformidad con el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC.

## **1.2 OPERACIONES EN DIVISAS**

En el 2008, el Eurosistema no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas por razones de política monetaria. Las operaciones en divisas del BCE estuvieron relacionadas exclusivamente con las actividades de inversión. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas que participan en el 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 tenedores de DEG se activó en 17 ocasiones en el 2008.

En el contexto de la persistente volatilidad que registraron los mercados financieros en el 2008, el Eurosistema realizó también 73 operaciones relacionadas con la denominada «US dollar Term Auction Facility» (operación de financiación a plazo en dólares) de la Reserva Federal (57 operaciones temporales contra activos de garantía y 16 mediante *swaps* de divisas euro/dólar), proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema, y 15 operaciones de provisión de liquidez en francos suizos, en colaboración con la Banque Nationale Suisse (para más detalles, véase recuadro 10).

## **1.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN**

Las actividades de inversión del BCE están organizadas de tal manera que se garantice que ningún dato de carácter confidencial relativo a las políticas del banco central pueda utilizarse a la hora de adoptar decisiones de inversión. Un conjunto de reglas y procedimientos, conocido como muralla china, separa las unidades de gestión del BCE que participan en las actividades de inversión de otras unidades de gestión.

### **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 invertidos, así como las operaciones en divisas y oro realizadas por el BCE. El objetivo principal de las reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando lo necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus 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 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 una participación en la cartera de dólares estadounidenses o en la de yenes japoneses, si bien, actualmente, dos BCN gestionan cada uno dos carteras<sup>2</sup>. En el 2008 se establecieron dos mecanismos, mediante los que determinados BCN pueden centralizar sus actividades operativas en materia de gestión de su participación en las reservas exteriores del BCE. Desde enero del 2008, el Banco Central de Chipre tiene un fondo común con el Banco Central de Grecia, y el Bank Ćentralita' Malta/Central Bank of Malta lo tiene con el Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Desde enero del 2009, el Národná banka Slovenska gestiona una cartera de dólares estadounidenses en calidad de agente del BCE.

Durante el año 2008, el BCE realizó ventas de oro por un total de 30 toneladas. Estas ventas se efectuaron en plena conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales de fecha 27 de septiembre de 2004, suscrito también por el BCE. Los ingresos procedentes de las ventas de oro se añadieron a la cartera de dólares estadounidenses.

El valor de los activos exteriores de reserva netos del BCE<sup>3</sup> a tipos de cambio y precios de mercado aumentó desde 42,8 mm de euros al final del 2007 hasta 49,5 mm de euros al final del 2008, de los que 38,5 mm de euros eran en divisas (yenes japoneses y dólares estadounidenses) y 11 mm de euros en oro y DEG. Con los tipos de cambio vigentes al final del 2008, los activos denominados en dólares estadounidenses representaban el 77,5% de las reservas de divisas, mientras que los denominados en yenes japoneses constituían el 22,5%. El incremento del 19,9% en el valor de la cartera de divisas fue resultado, en gran medida, de las plusvalías y los intereses generados por las actividades de gestión de la cartera, especialmente en relación

con los activos denominados en dólares estadounidenses. La apreciación del yen japonés (en un 30,8%) y del dólar estadounidense (en un 5,8%) frente al euro contribuyó también a elevar el valor de la cartera de divisas. Por último, las reservas de divisas del BCE se acrecentaron también como consecuencia de la inversión de los ingresos procedentes de las mencionadas ventas de oro. El valor del oro y de los DEG aumentó en torno a un 2,6% en el 2008, pese a la venta de 30 toneladas de oro realizada en el año. Este incremento fue reflejo, principalmente, de la apreciación del oro en torno a un 9,4%, medida en términos de euros, que se produjo en el 2008. No se registraron pérdidas en las reservas exteriores del BCE como resultado de impagos en las inversiones.

En el 2008 no se modificó la lista de instrumentos admitidos en los que pueden invertirse las reservas exteriores del BCE. Los *swaps* de tipo de interés, incluidos a finales del 2007, se utilizaron regularmente en el 2008. Los trabajos preparatorios para establecer un programa automático de préstamo de valores para los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses finalizaron en el 2008 y se prevé que el programa se pondrá en funcionamiento en el 2009, aunque ello dependerá de la situación del mercado.

### 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 cada caso en su fondo de reserva general y su provisión para 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

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

3 Los activos exteriores del 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, debidas a cesiones temporales y a operaciones a plazo, en las tenencias en moneda extranjera. Para más detalles sobre las fuentes de los datos, véase <http://www.ecb.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html>.

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.

El valor de la cartera a precios de mercado se incrementó desde los 9,3 mm de euros registrados al final del 2007 hasta los 10,2 mm de euros contabilizados al final del 2008. El aumento del valor de mercado tuvo su origen en la inversión en la cartera de recursos propios de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro constituida por el BCE en el 2005, así como en el rendimiento de las inversiones y en las contribuciones del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta al capital y a las reservas del BCE, tras la adopción del euro por Chipre y Malta.

En el 2008 se amplió ligeramente la lista de emisores aceptados de instrumentos de renta fija tipo «Pfandbrief» y de obligaciones *senior* sin garantía. No se registraron pérdidas como resultado de impagos en las inversiones.

### GESTIÓN DE RIESGOS

Los riesgos financieros a los que el BCE está expuesto en sus actividades de inversión son estrechamente seguidos y medidos al objeto 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 rendición de cuentas periódica garantiza que todos los interesados reciban la información adecuada respecto al nivel de dichos riesgos.

En el 2008, el BCE perfeccionó aún más el marco de gestión de riesgos de sus operaciones de inversión, mejorando sus sistemas informáticos y ajustando la metodología aplicada al riesgo de crédito. El marco general dio pruebas de resistencia a la crisis financiera y no se produjeron pérdidas como resultado de impagos por parte de entidades de contrapartida

o de emisores. Por otro lado, en el contexto de su contribución al desarrollo de metodologías avanzadas de asignación estratégica de activos en los bancos centrales, el BCE organizó, en colaboración con el Banco Mundial y el Banco de Pagos Internacionales, la primera conferencia sobre asignación estratégica de activos para bancos centrales y gestores de fondos soberanos, que se celebró en Fráncfort, los días 24 y 25 de noviembre de 2008.

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 periodo 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 de los precios de los activos. Por ejemplo, si se calculara este indicador para la cartera de inversiones del BCE a 31 de diciembre de 2008, utilizando como parámetros un nivel de confianza del 95%, un horizonte temporal de un año y una muestra de un año para la volatilidad de los precios de los activos, se obtendría un VaR de 9.185 millones 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 de 5.823 millones 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 registra el riesgo de tipo de interés se deben al hecho de que la duración modificada de las carteras de inversión del BCE siguió siendo relativamente reducida en el 2008.



## 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. El principal instrumento para llevarla a cabo lo constituye, aparte de la vigilancia (véase sección 4 del capítulo 4), la prestación de servicios de pago y de liquidación de valores. Con esta finalidad, el Eurosistema creó TARGET, el sistema automatizado transeuropeo para la transferencia urgente de grandes pagos en euros con liquidación bruta en tiempo real. La primera generación del sistema, caracterizada por su descentralización técnica, fue sustituida progresivamente por la segunda generación, TARGET2, basada en una infraestructura técnica común, la plataforma compartida única. Tres bancos centrales del Eurosistema (Banca d'Italia, Banque de France y Deutsche Bundesbank) proporcionan y gestionan conjuntamente la plataforma compartida única en nombre del Eurosistema. La migración a TARGET2 se inició en noviembre del 2007 y finalizó en mayo del 2008.

En cuanto a la movilización de los activos de garantía, el Eurosistema y el mercado ofrecen distintos canales que facilitan la utilización de activos de garantía de forma transfronteriza. En el 2008, el Eurosistema siguió trabajando, en colaboración con los participantes en el mercado, en el desarrollo de TARGET2-Securities (T2S), con vistas a proporcionar servicios de liquidación de valores en dinero de banco central a través de una plataforma técnica única europea con procesos y procedimientos armonizados. El proyecto fue aprobado por el Consejo de Gobierno en julio del 2008 y se ha pasado a la fase de definición de los aspectos técnicos. Con T2S se armonizará la liquidación nacional y transfronteriza de las operaciones con valores en dinero de banco central dentro de la zona del euro.

### 2.1 EL SISTEMA TARGET

TARGET 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 y una extensa cobertura del mercado. Además de procesar operaciones de grandes pagos y de carácter urgente, TARGET ha atraído otro tipo de pagos, ya que puede utilizarse para cualquier pago en euros que se realice entre sus participantes, sin límite máximo o mínimo de importe. Estas transferencias se efectúan entre entidades de un mismo Estado miembro (pagos intra-Estado miembro), o de distintos Estados miembros (pagos entre Estados miembros).

### LA MIGRACIÓN A TARGET2

El sistema TARGET, que empezó a funcionar el 4 de enero de 1999 con la introducción del euro, estaba integrado inicialmente por quince sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) nacionales y el mecanismo de pagos del BCE (EPM). Pese a su éxito, TARGET presentaba una serie de carencias derivadas de su heterogéneo diseño técnico y de su estructura descentralizada. Para solventar estos problemas y para hacer frente a cambios venideros como la ampliación de la zona del euro, el Eurosistema puso en marcha el proyecto TARGET2 en octubre del 2002.

Con TARGET2, el Eurosistema se proponía perfeccionar el sistema TARGET, a fin de responder mejor a las necesidades de los usuarios, facilitando un nivel de servicio armonizado, con una estructura de precios uniforme y eficiente en términos de costes. Asimismo, TARGET2 se diseñó para poder adaptarse con flexibilidad y rapidez a los cambios futuros, como la ampliación de la zona del euro y de la UE.

El nuevo sistema TARGET2 comenzó a funcionar el 19 de noviembre de 2007, con la migración de un primer grupo de países (Alemania, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Austria y Eslovenia) a la plataforma compartida única. Esta primera etapa se desarrolló de manera muy satisfactoria y confirmó la fiabilidad de la plataforma de TARGET2 que, tras la migración inicial, ya gestionaba en torno al 50% de todas las operaciones

procesadas por TARGET, en cuanto al número de pagos, y el 30%, en términos de importe.

La migración a la plataforma compartida única del segundo grupo de países (Bélgica, Irlanda, España, Francia, Países Bajos, Portugal y Finlandia) se realizó con éxito el 18 de febrero de 2008, y la del último grupo (Dinamarca, Estonia, Grecia, Italia, Polonia y Banco Central Europeo) tuvo lugar el 19 de mayo. Gracias al estrecho seguimiento llevado a cabo por los bancos centrales, todas las comunidades de usuarios concluyeron las pruebas satisfactoriamente y a tiempo. Entre noviembre del 2007 y mayo del 2008 se habilitaron procedimientos para que aquellas comunidades de usuarios que tenían una fecha de migración más tardía (y por tanto todavía operaban en el primera versión del sistema TARGET) pudieran interactuar eficazmente con las que ya estaban conectadas a la plataforma compartida única de TARGET2. El proceso de migración se llevó a cabo a lo largo de estos seis meses con total fluidez y sin fallos operativos.

### OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET

El sistema TARGET funcionó con fluidez en el 2008 y continuó procesando un número creciente de pagos en euros. La cuota de mercado del sistema se mantuvo estable procesando el 90% del importe total de las operaciones de los sistemas de grandes pagos en euros. La media diaria de pagos procesados en TARGET aumentó un 1%, hasta 369.966, en cuanto al número de operaciones, y un 10%, hasta 2.667 euros, en términos de importe. El 22 de diciembre de 2008, TARGET alcanzó las 576.324 operaciones, el máximo histórico del sistema. En el cuadro 11 se presentan los flujos de pagos registrados en el sistema TARGET en el 2008, comparándolos con los del año anterior.

En el 2008 la disponibilidad general de TARGET, es decir, la posibilidad de los participantes de utilizar el sistema TARGET sin incidentes durante su horario de funcionamiento, alcanzó el 99,79%. Cabe destacar que se trata de la cifra más elevada observada desde que TARGET empezó a funcionar en 1999 y que la

**Cuadro 11 Flujos de pagos en TARGET<sup>1)</sup>**

Número de operaciones	2007	2008	Variación (%)
<b>Pagos totales</b>			
Total	93.375.701	94.711.380	
Media diaria	366.179	369.966	1,03
<b>Pagos intra-Estado miembro<sup>2)</sup></b>			
Total	72.574.446	69.212.880	
Media diaria	284.606	270.363	-5,00
<b>Pagos entre Estados miembros</b>			
Total	20.801.255	25.498.500	
Media diaria	81.574	99.604	22,10
<b>Importe (mm de euros)</b>			
<b>Pagos totales</b>			
Total	616.731	682.780	
Media diaria	2.419	2.667	10,28
<b>Pagos intra-Estado miembro<sup>2)</sup></b>			
Total	395.412	466.572	
Media diaria	1.551	1.823	17,54
<b>Pagos entre Estados miembros</b>			
Total	221.319	216.208	
Media diaria	868	845	-2,69

Fuente: BCE.

1) Los días operativos fueron 255 en el 2007 y 256 en el 2008.

2) Incluye los pagos de participantes remotos.

migración a TARGET2 no afectó negativamente a la disponibilidad del sistema. Más del 99,76% de los pagos gestionados en la plataforma compartida única de TARGET2 fueron procesados en menos de cinco minutos. Los usuarios de TARGET2 se han mostrado muy satisfechos con el funcionamiento del sistema.

En diciembre del 2008, 900 participantes directos mantenían una cuenta de liquidación en la plataforma compartida única de TARGET2. Esta cifra es inferior a los 1.072 participantes directos que tenían cuentas en la primera generación del sistema al inicio de la migración. La diferencia se debe a dos razones principales. En primer lugar, algunas entidades de crédito reconsideraron su participación directa en el momento de la migración y optaron por conectarse indirectamente a través de un participante directo. En segundo lugar, TARGET2 creó fuertes incentivos para que las entidades de crédito racionalizaran la gestión de su liquidez en euros y la centralizaran en un menor número de cuentas. El número de

entidades de crédito (incluidas sus filiales y sucursales) a las cuales puede accederse a través de TARGET en todo el mundo se mantuvo estable en torno a 52.000 establecimientos.

### **RELACIONES CON LOS USUARIOS DE TARGET2**

Durante el proceso de desarrollo de TARGET2, la activa colaboración entre el Eurosistema y los futuros usuarios del sistema fue sumamente beneficiosa. Al conocer mucho mejor las necesidades del mercado, se logró un proceso de migración fluido y se alcanzaron altos niveles de aceptación por parte de los usuarios.

Esta cooperación prosiguió después de la fase de migración. El Eurosistema mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET2 y en el 2008 se celebraron reuniones periódicas entre los BCN de la zona del euro y los grupos de usuarios nacionales de TARGET2. Asimismo, tuvieron lugar reuniones conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2, del Eurosistema, y del Grupo de Trabajo de TARGET, del sector bancario europeo, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa de TARGET2. 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.

### **CONEXIÓN A TARGET DE LOS PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO**

Todos los países de la zona del euro participan en TARGET, ya que su utilización es obligatoria para la liquidación de cualquier operación en euros con el Eurosistema. Para facilitar la liquidación de las operaciones en euros en sus países, los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro pueden participar también, de forma voluntaria, en TARGET<sup>4</sup>. Cuando Chipre y Malta adoptaron el euro el 1 de enero de 2008, el Banco Central de Chipre, el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta y sus respectivas comunidades nacionales de usuarios ya estaban utilizando el sistema TARGET. En el contexto de la integración de Eslovaquia en la zona del euro el 1 de enero de 2009, el Národná banka Slovenska se incorporó también al sistema.

### **EVOLUCIÓN PREVISTA**

Está previsto ofrecer cada año a los usuarios de TARGET2 una nueva actualización de la plataforma compartida única, que incorpore mejoras y nuevas características. Los contenidos de estas nuevas actualizaciones se definirán tras una amplia consulta a la comunidad de usuarios. La primera actualización anual de la plataforma compartida única entró en funcionamiento el 17 de noviembre de 2008. Las modificaciones introducidas estuvieron determinadas, en gran medida, por la nueva versión de los estándares SWIFT, que entró en vigor el mismo día. Para el 2009 se prevén, excepcionalmente, dos nuevas versiones. La primera, en mayo, mejorará la interfaz para sistemas vinculados, permitiendo en particular la liquidación entre depositarios centrales de valores (DCV). La segunda, en noviembre, incorporará mejoras adicionales solicitadas por los usuarios.

## **2.2 TARGET2-SECURITIES**

El mercado europeo de liquidación de valores sigue estando muy fragmentado, aunque se han observado avances en términos de consolidación y cooperación. Entre otras cosas, el elevado número de sistemas de liquidación existentes hace que los costes de liquidación de las operaciones transfronterizas dentro de la UE sean mucho más altos que los de las operaciones nacionales o de las realizadas en Estados Unidos. Al mismo tiempo, crece la demanda de una infraestructura integrada europea de liquidación de valores.

Como solución a la actual fragmentación de la infraestructura de liquidación, en el 2006, el Eurosistema propuso crear TARGET2-Securities (T2S), una plataforma de liquidación multidivisa, de la que el Eurosistema sería propietario y gestor y que permitiría a los DCV europeos liquidar operaciones con valores en dinero de banco central. Los DCV participantes mantendrán relaciones jurídicas con sus clientes

<sup>4</sup> A lo largo del 2008, los países no pertenecientes a la zona del euro que se conectaron a TARGET fueron Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania y Polonia.

y seguirán desempeñando funciones de custodia y notaría. T2S proporcionará una plataforma técnica única en la que todos los valores de la UE podrán intercambiarse por euros y otras monedas participantes mediante procesos y medios de comunicación estandarizados. Por otro lado, T2S reducirá de forma significativa las necesidades de liquidez de los participantes y la exposición al riesgo financiero, al ofrecer mecanismos como la autocolateralización (es decir, la generación automatizada de un crédito intradía en dinero de banco central contra activos de garantía, cuando el comprador no tiene fondos suficientes para liquidar operaciones con valores), optimización continua, mecanismos de reciclaje y liquidación nocturna. Además, la posibilidad de liquidar todas las operaciones con valores de la UE en dinero de banco central en una plataforma única eliminará la exposición al riesgo financiero que los participantes puedan encontrar en la liquidación entre DCV. T2S incrementará, por tanto, la eficiencia de la gestión de los activos de garantía, permitirá a los usuarios optimizar su financiación a través de todos los activos de la UE y contribuirá a la estabilidad del sistema financiero.

En diciembre del 2007, el Grupo Consultivo de T2S<sup>5</sup> terminó el primer borrador del documento sobre las necesidades de los usuarios de T2S, en el que se recogen las características de T2S que los DCV y los participantes en los mercados financieros consideran necesarias. El BCE se encargó de la coordinación del proceso y participó activamente en la redacción del documento. El 18 de diciembre de 2007, el Eurosistema inició una consulta pública sobre las citadas necesidades de los usuarios y sobre la metodología para un análisis de impacto económico.

El Grupo Consultivo finalizó el documento sobre las necesidades de los usuarios teniendo en cuenta los comentarios recibidos en respuesta a la consulta pública. El 23 de mayo de 2008, el Consejo de Gobierno invitó a todos los DCV europeos a participar en el proyecto T2S, proporcionándoles información detallada sobre los trabajos realizados hasta la fecha.

Todos los DCV de la zona del euro declararon que estaban dispuestos, bajo determinadas condiciones, a utilizar la plataforma de T2S cuando entre en funcionamiento. Por otro lado, el DCV de Dinamarca y el Danmarks Nationalbank indicaron que deseaban utilizar T2S para la liquidación de operaciones con valores denominadas en coronas danesas y en euros, y los DCV de Suecia, Suiza y el Reino Unido comunicaron su intención de participar en la liquidación en euros. En vista del respaldo generalizado recibido de los DCV europeos, el 17 de julio de 2008 el Consejo de Gobierno inició oficialmente el proyecto T2S, estando prevista la puesta en marcha de la plataforma de T2S en el 2013, a más tardar. El Consejo de Gobierno aprobó también la versión final de las necesidades de los usuarios y asignó el desarrollo técnico y la gestión de T2S al Deutsche Bundesbank, al Banco de España, a la Banque de France y a la Banca d'Italia.

Tal y como contemplaba la estructura de gobierno para la fase de especificaciones, posteriormente se creó un nuevo Grupo Consultivo, integrado por un mismo número de representantes de bancos centrales, DCV y usuarios. El Grupo se reunió por primera vez en octubre del 2008 y constituyó seis subgrupos que se encargarían de las distintas líneas de trabajo de T2S. Dos de estos subgrupos se centran en la armonización, uno en la eficiencia de los procesos y otro en los derechos corporativos. También queda asegurada la coordinación con los demás trabajos de armonización actualmente en curso, en particular los realizados por la Comisión Europea (por ejemplo, en el marco del Grupo de Expertos en Compensación y Liquidación II y del Grupo de Seguridad Jurídica).

Por otra parte, en el 2008 se inició un proceso de gestión de cambios de las necesidades de los usuarios de T2S y comenzó el proceso de definición de las especificaciones funcionales generales de T2S sobre la base de dichas

5 El Grupo Consultivo de T2S está integrado por representantes de los BCN y los DCV y por participantes en los mercados.

necesidades. El BCE asesoró a los bancos centrales de los países no pertenecientes a la zona del euro, para ayudarles a decidir, en colaboración con los DCV y los participantes en los mercados nacionales, si incluirían o no su moneda en T2S. A finales del 2008, el DCV lituano y el Lietuvos bankas ya habían confirmado que tenían la intención de liquidar las operaciones con valores en litas y en euros a través de T2S. Asimismo, los DCV de Bulgaria, Estonia y Rumanía indicaron que utilizarían T2S para la liquidación de sus operaciones en euros. También se están elaborando los acuerdos legales y contractuales entre los DCV participantes y el Eurosistema.

### 2.3 PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Los activos admisibles pueden utilizarse para garantizar todas las operaciones de crédito del Eurosistema, no sólo a escala nacional sino también de forma transfronteriza. Desde la introducción del euro, los activos de garantía transfronterizos se han estado utilizando de forma creciente. En diciembre del 2008, el importe de los activos de garantía transfronterizos mantenidos por el Eurosistema aumentó hasta 861 mm de euros, frente a los 683 mm de euros registrados en el mismo mes del año anterior. En conjunto, a finales del 2008, los activos de garantía transfronterizos representaban el 45% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema.

La movilización transfronteriza de los activos de garantía se lleva a cabo a través de dos mecanismos: el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) proporcionado por el Eurosistema y los enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona del euro.

#### SERVICIOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA

El MCBC sigue 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 2008 el 36,7% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC pasaron de 558 mm de euros a finales del 2007 a 713 mm de euros a finales del 2008.

El marco del MCBC se ha revisado con el fin de permitir la integración de los nuevos países de la zona del euro. En conexión con ello, se firmó el Acuerdo del MCBC con el Národná banka Slovenska en el contexto de la incorporación de Eslovaquia a la zona del euro.

Pese a su éxito y a su considerable contribución al proceso de integración financiera, el Acuerdo del MCBC presenta ciertos inconvenientes, debido, principalmente, a que fue ideado como solución provisional que se basa en el principio de armonización mínima. Como consecuencia de estos inconvenientes y de la importancia creciente de los activos de garantía transfronterizos, el Consejo de Gobierno adoptó, el 8 de marzo de 2007, una Decisión encaminada a revisar los actuales procedimientos de gestión de los activos de garantía del Eurosistema y a crear una nueva plataforma única de gestión de dichos activos, denominada Gestión de Activos de Garantía de los Bancos Centrales (*Collateral Central Bank Management*, CCBM2, en sus siglas en inglés). Los participantes del mercado colaboraron en la definición de los principios básicos y las necesidades de los usuarios de CCBM2 a través de consultas públicas y de reuniones ad hoc.

En vista de la favorable acogida dispensada a la iniciativa del Eurosistema, el 17 de julio de 2008, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha el proyecto CCBM2. El Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y el De Nederlandsche Bank se harán cargo, en nombre del Eurosistema, del desarrollo y funcionamiento de CCBM2, con vistas a implantar el sistema antes, o a más tardar al mismo tiempo, que T2S.

El objetivo de CCBM2 es consolidar los sistemas internos de gestión de activos de garantía del



Eurosistema para incrementar su eficiencia. En particular, el proyecto trata de resolver, en la medida de lo posible, los problemas que presenta el marco actual, optimizando el coste de movilización de los activos de garantía y mejorando la gestión de la liquidez. El alcance de CCBM2 es más amplio que el del actual CCBM, ya que proporcionará un único conjunto de procedimientos con un nivel armonizado de servicio para la entrega y aceptación de todos los activos de garantía admisibles (valores y activos no negociables) utilizados a escala nacional y transfronteriza.

La participación de los BCN de la zona del euro en CCBM2 será voluntaria y se adoptará un enfoque modular. CCBM2 estará compuesto por varios módulos, de los que sólo uno, el *router* de mensajes, será obligatorio para los BCN participantes en CCBM2. Este módulo obligatorio garantizará una interacción estandarizada entre el Eurosistema y las entidades de contrapartida. Los demás módulos, dedicados a la gestión de los activos negociables y no negociables, serán optativos. Este enfoque modular proporcionará a los BCN flexibilidad para poder elegir los módulos de CCBM2 que respondan mejor a sus propias necesidades y a las de su mercado. CCBM2 podrá adaptarse rápidamente y con fluidez tanto a los cambios que se produzcan en el marco operativo y en el sistema de activos de garantía del Eurosistema, como a la evolución del mercado.

En la fase actual del proyecto, el Eurosistema está desarrollando unas especificaciones detalladas para los usuarios basadas en las necesidades de usuario<sup>6</sup> ya aprobadas. El Eurosistema mantendrá un diálogo abierto con los participantes del mercado en las fases siguientes del proyecto CCBM2.

#### **ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES NACIONALES**

Los SLV nacionales pueden interconectarse mediante acuerdos contractuales y mecanismos operativos que permitan la transferencia transfronteriza de los valores admisibles entre

estos sistemas. Una vez transferidos a otro SLV mediante estos enlaces, los valores se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo de garantía nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. En la actualidad, las entidades de contrapartida disponen de 60 enlaces directos y 6 enlaces indirectos, pero sólo se utiliza activamente un número limitado de ellos. Además, estos enlaces abarcan sólo parte de la zona del euro. Los enlaces pueden ser admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen los estándares de usuario del Eurosistema (véase sección 4 del capítulo 4).

Los activos de garantía mantenidos a través de estos enlaces aumentaron de 125 mm de euros en diciembre del 2007 a 148 mm de euros en diciembre del 2008, pero sólo representaron el 8,3% de los activos de garantía totales (transfronterizos y nacionales) mantenidos por el Eurosistema en el 2008, frente al 8,9% en el 2007.

6 Véase [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html)



## 3 BILLETES Y MONEDAS

### 3.1 CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS Y MANEJO DEL EFECTIVO

#### DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

A finales del 2008, el número de billetes en euros en circulación alcanzó los 13.100 millones de unidades, por un importe de 762,8 mm de euros, lo que supuso un incremento del 8,3% en cuanto al número y del 12,7% en cuanto al importe, con respecto a los niveles de finales del 2007 (12.100 millones de billetes, por un valor de 676,6 mm de euros).

Tras intensificarse las turbulencias en los mercados financieros, en la primera quincena de octubre del 2008 se registró un fuerte aumento del número de billetes en euros en circulación, por un importe de 35 mm a 40 mm de euros.

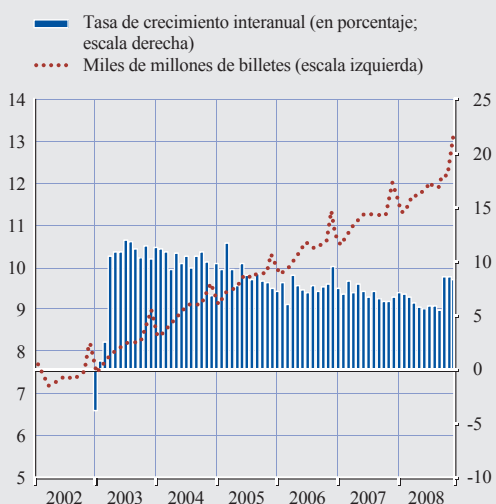
En el último trimestre del 2008, se observó una demanda particularmente elevada de billetes de 100 y 500 euros, como consecuencia, en gran medida, de la fuerte demanda procedente de fuera de la zona del euro, siendo así que, al final del año, el valor medio de un billete en circulación había aumentado hasta 58,15 euros (frente a 55,85 euros al final del año precedente).

Las estadísticas indican que, a finales de diciembre del 2008, las remesas netas de billetes en euros realizadas por entidades de crédito de la zona del euro con destino a entidades no residentes en la zona alcanzaron un importe total de unos 96 mm de euros, lo que representa el 13% del importe total de los billetes en euros en circulación. Estas remesas fueron consecuencia de un incremento de la demanda por parte de no residentes. Dado que las remesas de billetes en euros fuera de la zona del euro obedecen también a otras razones (como el turismo o las remesas de trabajadores extranjeros), se estima que cerca del 20% del importe total de los billetes en euros en circulación está en manos de no residentes en la zona del euro.

Los gráficos 46 y 47 reflejan el constante aumento del número y del importe total de los billetes en euros en circulación, y presentan también las tasas de crecimiento interanual.

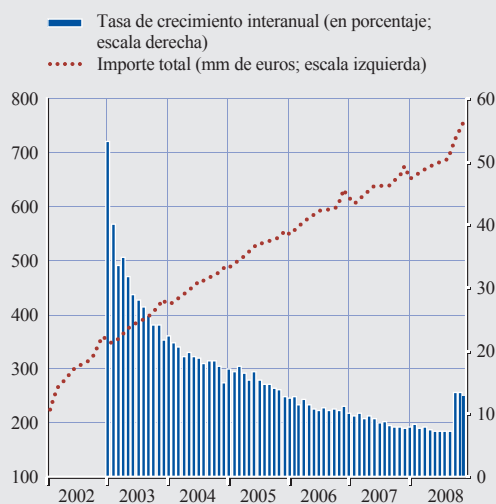
La denominación que experimentó el mayor crecimiento fue la del billete de 500 euros, que se utiliza, en gran medida, con fines de atesoramiento. En relación con el año anterior, el número de billetes de 500 euros en circulación había aumentado un 17,1% al final

**Gráfico 46 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2008**



Fuente: BCE.

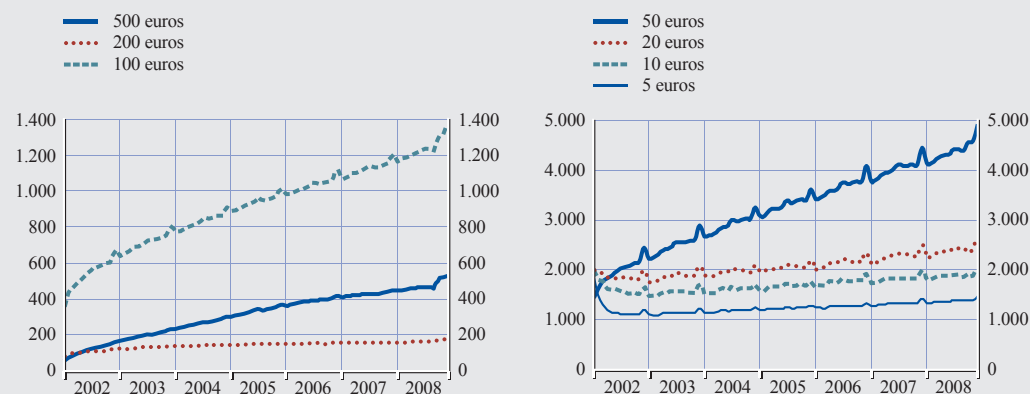
**Gráfico 47 Importe de los billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2008**



Fuente: BCE.

**Gráfico 48 Número de billetes en euros en circulación entre los años 2002 y 2008**

(millones)



Fuente: BCE.

del 2008, seguido de los billetes de 100, 50 y 200 euros, cuyo número creció un 14,2%, un 10,6% y un 9,3%, respectivamente. El número de billetes de baja denominación en circulación se incrementó entre un 3% y un 6% (véase gráfico 48).

En el 2008, el número total de monedas en euros en circulación (es decir, la circulación neta, excluidas las reservas de los BCN) creció un 7,9%, hasta los 82.300 millones de unidades, mientras que su importe se elevó un 5,7%, hasta los 20,4 mm de euros. La mayor parte de este crecimiento se observó en las monedas de 1 y 2 céntimos. La proporción de monedas de baja denominación (de 1, 2 y 5 céntimos) sobre el número total de monedas en circulación se mantuvo estable en el 59%.

#### TRATAMIENTO DE BILLETES EN EL EUROSISTEMA

En el 2008, los BCN de la zona del euro pusieron en circulación 34.100 millones de billetes, y retiraron 33.200 millones de unidades. La frecuencia de retirada<sup>7</sup> de los billetes se mantuvo prácticamente sin cambios en 2,79. Así pues, la autenticidad de los billetes y su aptitud para volver a circular se comprobaron en promedio cada cuatro meses en las máquinas de tratamiento de billetes totalmente automatizadas de los BCN de la zona del euro.

Desde el 2004, el Eurosistema viene realizando encuestas anuales con el fin de conocer el estado de uso de los billetes en euros en circulación en la zona del euro. En el 2008, se observó que el estado de uso de los billetes en circulación tendía a mejorar y también a ser más homogéneo dentro de la zona, reflejo de la coordinación de las políticas de selección y emisión llevada a cabo por el Eurosistema. Los BCN clasificaron unos 5.600 millones de billetes como no aptos para la circulación, y los sustituyeron. El porcentaje de billetes no aptos<sup>8</sup> se mantuvo en torno al 17%, nivel próximo a la tasa registrada el año precedente.

### 3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES

#### FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

El número total de billetes falsos recibidos por los Centros Nacionales de Análisis<sup>9</sup> en el 2008 fue, aproximadamente, de 666.000<sup>10</sup>, lo que

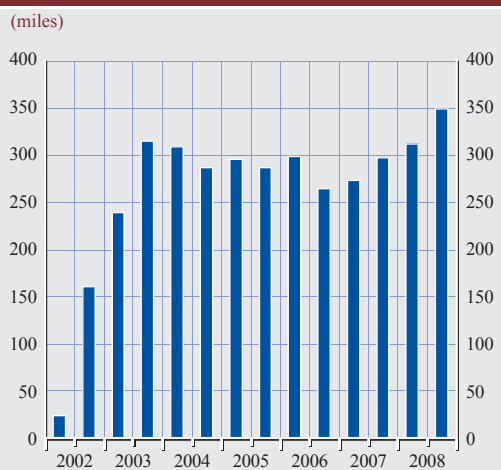
7 Definida como el número total de billetes retirados por los BCN en un período dado, dividido por el número medio de billetes en circulación durante ese período.

8 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.

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

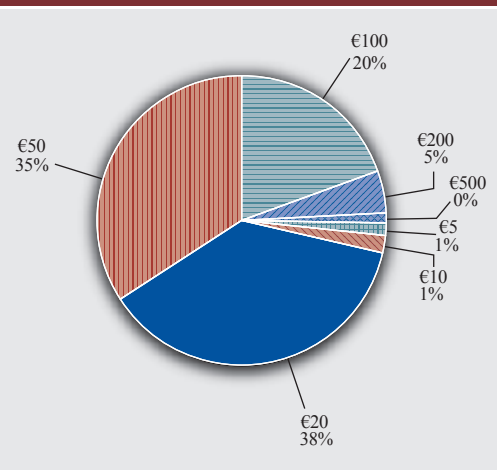
10 Esta cifra está sujeta a una corrección muy ligera debido a las últimas informaciones procedentes, sobre todo, de fuera de la UE.

**Gráfico 49 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre los años 2002 y 2008**



Fuente: BCE.

**Gráfico 50 Distribución de billetes falsos en euros por denominaciones en el 2008**



Fuente: BCE.

Nota: Las cifras se han redondeado al punto porcentual más próximo.

supuso un aumento en relación con los niveles relativamente estables observados en años anteriores. Sin embargo, el número de billetes auténticos en circulación creció también de forma significativa en el 2008. En comparación con el número de billetes auténticos en circulación, que alcanzó los 13.100 millones de unidades al final del 2008, el número de falsificaciones fue, sin lugar a dudas, muy reducido. Por consiguiente, la probabilidad de recibir de forma aleatoria un billete falso en circulación sigue siendo muy baja. El gráfico 49 muestra la tendencia de los billetes falsos retirados de la circulación, con datos tomados a intervalos semestrales desde la introducción de los billetes en euros. En el 2008, los billetes de 20 y 50 euros fueron los más falsificados, al representar cerca de tres cuartas partes de las falsificaciones. El gráfico 50 muestra la distribución de las falsificaciones por denominaciones.

El público puede confiar en la seguridad del euro, pues ha resultado ser una moneda bien protegida, tanto por la sofisticación de sus elementos de seguridad como por la eficacia de los cuerpos y fuerzas de seguridad europeos y nacionales. No obstante, esta confianza no debe convertirse nunca en complacencia y el BCE aconseja al público que permanezca atento a la

posibilidad de fraude y que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire»<sup>11</sup>. El Eurosistema sigue dedicando considerables esfuerzos a proporcionar a los ciudadanos y a los profesionales en el manejo del efectivo la información necesaria para que puedan reconocer un billete falso.

#### DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES

En el 2008, el Eurosistema siguió colaborando estrechamente con Europol y la Comisión Europea (en particular, la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude, OLAF) en la lucha contra la falsificación del euro. El Eurosistema imparte cursos de formación sobre el reconocimiento y el tratamiento de billetes falsos a los profesionales en el manejo del efectivo. Estos cursos se realizan tanto en la UE como en otros países.

El Eurosistema participa activamente en los trabajos del Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones (GBCDF), un grupo de 31 bancos centrales e imprentas de billetes que colaboran bajo los auspicios del G-10. El grupo patrocina la investigación de

<sup>11</sup> Para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>

técnicas destinadas a impedir la reproducción ilícita de billetes. El BCE acoge al Centro Internacional para la Disuasión de Falsificaciones (CIDF), que ejerce de centro técnico para todos los miembros del GBCDF. Su principal función es prestar asistencia técnica y gestionar un sistema de comunicación centralizado que da servicio a todas las partes que trabajan en el ámbito de los sistemas de disuasión de falsificaciones. El CIDF mantiene también un sitio web<sup>12</sup> que proporciona información y orientación sobre la reproducción de imágenes de billetes, así como enlaces con los sitios web nacionales.

### 3.3 PRODUCCIÓN Y EMISIÓN DE BILLETES

#### ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En el 2008 se fabricaron 6.400 millones de billetes en euros, en comparación con los 6.300 millones del 2007.

La asignación de la producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado adoptado en el 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. El cuadro 12 muestra la asignación de la producción en el 2008.

**Cuadro 12 Asignación de la producción de billetes en euros en el 2008**

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
€5	1.370,0	DE, ES, FR, PT
€10	2.130,0	DE, GR, FR, AT
€20	1.755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
€50	1.060,0	BE, DE, ES, IT, NL
€100	130,0	IT
€200	-	-
€500	-	-
Total	6.445,0	

Fuente: BCE.

#### EL PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA

En el 2008, el programa piloto de custodia externa para billetes en euros, iniciado en Asia en el 2007, fue gestionado satisfactoriamente por dos grandes bancos comerciales que participan en el mercado de billetes al por mayor. Se denomina custodia externa a un depósito de efectivo mantenido en un banco comercial que se encarga de su custodia. Este programa tiene por objeto facilitar la distribución internacional de billetes en euros y proporcionar datos estadísticos sobre su circulación fuera de la zona del euro, así como información sobre falsificaciones descubiertas en su región. En vista del éxito del programa piloto, en marzo del 2008, el Consejo de Gobierno decidió iniciar un programa de tres años basado en la experiencia adquirida con el programa piloto. Tras un procedimiento de licitación, se adjudicó la gestión de los depósitos en el marco del citado programa de tres años a tres bancos con actividades en el mercado de billetes al por mayor. Uno comenzó a operar en Hong Kong y otro en Singapur en febrero del 2009, y el tercero debería empezar a operar en Hong Kong a mediados del 2009, siendo estos los principales centros logísticos de distribución de billetes en euros en el este de Asia, región en la que circula el mayor volumen de billetes en euros fuera de Europa. El Deutsche Bundesbank actúa como contrapartida logística y administrativa de los bancos de custodia externa. Antes de que concluya el período de tres años, el Eurosistema considerará si el programa de custodia externa ha de proseguir y dónde.

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

En el 2007, el Consejo de Gobierno adoptó un plan de trabajo encaminado a lograr, en el medio plazo, una mayor convergencia en los servicios de efectivo que prestan los BCN de la zona del euro. En el 2008, el Eurosistema prosiguió su labor en este ámbito.

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

Un grado más elevado de convergencia es importante porque permitirá a los participantes en el ciclo del efectivo, especialmente a los que desarrollan una extensa actividad transfronteriza en efectivo, cosechar todos los beneficios de la moneda única, y garantizará a todos ellos el tratamiento de una situación de competencia leal. En vista de las distintas circunstancias económicas y geográficas nacionales, el Eurosistema no tiene la intención de desarrollar un modelo único para el suministro de efectivo. El proceso de convergencia requerirá cierto grado de flexibilidad respecto a las necesidades de los clientes, la infraestructura del efectivo y a los períodos transitorios para la aplicación.

El Eurosistema ha estado trabajando también en iniciativas adicionales, como la implantación de un sistema electrónico de intercambio de datos con las entidades de crédito para ingresos y retiradas de efectivo, y el establecimiento de estándares de empaquetado de billetes para los servicios gratuitos de efectivo prestados por los BCN. Debido a las posibles implicaciones operativas y en términos de costes, se han realizado consultas con las partes interesadas, tanto a escala nacional como europea, en particular en relación con los estándares comunes de empaquetado de billetes.

Los avances tecnológicos realizados en las máquinas procesadoras de billetes y en los dispensadores de efectivo (cajeros automáticos) permiten ahora la lectura y el procesamiento de billetes no orientados. A su debido tiempo, los BCN introducirán estas mejoras de forma gratuita, tal y como está previsto en el plan de trabajo.

#### **LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS**

En el 2005, el BCE empezó a desarrollar una nueva serie de billetes en euros, para los que se han establecido los requisitos funcionales y técnicos y se han definido los elementos de seguridad que habrán de incorporarse en los mismos. En el 2008, los trabajos se centraron en el desarrollo del diseño y de los elementos de seguridad de los billetes y en la incorporación de estos elementos en el diseño. El desarrollo de

las matrices de originales para la producción de billetes comenzó también en el 2008.

El diseño de la segunda serie de billetes en euros se basará en el tema «Épocas y estilos de Europa» e incluirá los principales elementos gráficos de la primera serie de billetes. Dado que el diseño y el desarrollo de los materiales para originales es un proceso iterativo, estos trabajos continuarán en el 2009. Los principales participantes en el ciclo del efectivo están siendo consultados y se les está informando de los progresos realizados durante el proceso de desarrollo de los billetes. La puesta en circulación de la nueva serie se llevará a cabo a lo largo de varios años y la emisión de la primera denominación está prevista para dentro de unos años. La fecha exacta de puesta en circulación se determinará más adelante. El BCE informará al público con mucha antelación sobre las modalidades de introducción de los nuevos billetes. Los BCN canjearán los billetes en euros de la primera serie sin límite de tiempo.

## 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. Estas estadísticas son utilizadas cada vez más por los mercados financieros, los medios de comunicación y el público en general. En el 2008, el proceso de elaboración y difusión de las estadísticas de la zona del euro se realizó puntualmente y sin problemas. Un hito importante fue la adopción, por el Consejo de Gobierno, de un marco jurídico mejorado, que enriquecerá significativamente las estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro, en particular, aumentando la disponibilidad de los datos sobre ventas y titulizaciones de préstamos. Otro logro fundamental fue la adopción del programa a medio plazo para la función estadística del BCE, que servirá de guía para la elaboración de las estadísticas del SEBC durante el período 2009-2012. Finalmente, el BCE, en estrecha colaboración con los BCN, siguió contribuyendo a la armonización de los conceptos estadísticos en Europa y a la revisión de las normas estadísticas internacionales y europeas.

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

El marco jurídico para la recopilación de las estadísticas monetarias y financieras se mejoró con un nuevo Reglamento del BCE relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización<sup>13</sup>. Además, se modificaron las normas del BCE sobre la recopilación de estadísticas de las IFM para adaptarlas a los nuevos requerimientos (por ejemplo, como consecuencia de la innovación financiera) aplicados a las estadísticas de sus balances<sup>14</sup>, las estadísticas sobre tipos de interés de depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras<sup>15</sup> y las estadísticas sobre titulizaciones<sup>16</sup>. En estos reglamentos también se abordan los requerimientos estadísticos adicionales originados por las turbulencias financieras, en particular, los

relativos a la medición de la titulización sintética como medio de transferencia del riesgo de crédito. Está previsto que estas estadísticas adicionales comiencen a proporcionarse a mediados del 2010 (con el fin de dar a los BCN y a los agentes declarantes el tiempo necesario para implantar los nuevos sistemas de remisión de información) con la excepción de las relativas a la titulización de las IFM y las estadísticas de los fondos de titulización, para las que se comenzarán a declarar datos a partir de diciembre del 2009. Para desarrollar estos reglamentos fue necesario realizar una evaluación exhaustiva de las ventajas de las nuevas estadísticas y una estimación de sus costes, tanto para los agentes declarantes como para los BCN, a fin de garantizar que los requerimientos más prioritarios de los usuarios puedan cumplirse a un coste razonable.

El Consejo de Gobierno también aprobó una Orientación refundida sobre las estadísticas monetarias y de las instituciones y mercados financieros, que consolida modificaciones anteriores y ahora incluye disposiciones adicionales respecto a dichas estadísticas. Entre las mejoras adicionales introducidas en el marco jurídico del BCE destacan las modificaciones de las Orientaciones del BCE sobre las exigencias de información estadística en materia de estadísticas de las finanzas públicas (por las que se suprimen las excepciones que aún se aplicaban) y de las cuentas financieras trimestrales (para mejorar la eficiencia de los flujos de datos).

13 Ya se había elaborado una lista provisional de este tipo de sociedades, lo que ha permitido iniciar la labor de verificación con otras bases de datos y realizar un análisis preliminar limitado de la evolución reciente en este campo.

14 Reglamento BCE/2008/32 de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de instituciones financieras monetarias (refundido).

15 Reglamento 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. De próxima publicación.

16 Reglamento BCE/2008/30 de 19 de diciembre de 2008, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.



Por lo que respecta a las estadísticas de activos y pasivos de los fondos de inversión, los BCN comenzaron a proporcionar al BCE nuevos datos armonizados a partir de febrero del 2009, utilizando diciembre del 2008 como período de referencia<sup>17</sup>.

Desde junio del 2008, se han publicado, en la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet, estadísticas adicionales sobre la circulación de billetes y monedas en euros (por ejemplo, datos mensuales sobre saldos vivos y flujos de billetes y monedas en euros en circulación y datos sobre el número y el valor de los billetes cuya autenticidad y buen estado se han comprobado). Dentro del marco de difusión conjunta del Eurosistema, ahora se publican también periódicamente indicadores de competitividad armonizados mejorados para los países de la zona del euro, basados en los índices de precios de consumo, los deflatores del PIB y los costes laborales unitarios. El objetivo que se persigue con esta publicación es proporcionar medidas comparables de la evolución de la competitividad en términos de precios y costes en los países de la zona que sean también coherentes con las variaciones de los tipos de cambio efectivos reales del euro.

El BCE siguió mejorando sus estadísticas de valores europeos a corto plazo (STEP), que muestran volúmenes del mercado primario y rendimientos de los valores de renta fija a corto plazo emitidos en el marco de programas que han recibido la etiqueta STEP (véase también sección 3 del capítulo 4). La publicación de datos detallados sobre flujos y saldos, incluidos los saldos vivos de cada uno de los programas STEP, está prevista para el primer semestre del 2009.

Para facilitar el análisis monetario, se han publicado también nuevas estadísticas sobre los balances de las IFM. Por ejemplo, tras las mejoras introducidas en la disponibilidad de los datos de las cuentas financieras, el BCE ha comenzado a publicar estadísticas por sectores de las tenencias de instrumentos de M3 en poder de sociedades no financieras, hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de

los hogares), otros intermediarios financieros (incluidos los fondos de inversión) y empresas de seguros y fondos de pensiones. También se dispone de series temporales a partir del primer trimestre de 1999.

En septiembre del 2008, el Consejo de Gobierno aprobó la realización de una encuesta del Eurosistema sobre finanzas y consumo de los hogares. Este proyecto tiene por objeto llenar un hueco importante con respecto a la disponibilidad de datos sobre la situación financiera de algunos segmentos del sector hogares, complementando así las estadísticas macroeconómicas (por ejemplo, proporcionando información sobre los activos y los pasivos de los hogares de la zona del euro). Asimismo, está en preparación una encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas. Está previsto que esta encuesta se realice en colaboración con la Comisión Europea. El SEBC también siguió trabajando en la mejora de la base de datos de valores centralizada (CSDB, en sus siglas en inglés). Esta base contiene información de referencia sobre los valores individuales que son relevantes para los fines estadísticos del SEBC y desempeña un papel esencial en el cambio hacia sistemas de recogida de información valor a valor. Este tipo de sistemas permiten reducir significativamente la carga informativa que recae sobre los declarantes, mejorando al mismo tiempo la calidad y la flexibilidad de las estadísticas de la zona del euro. Algunos BCN ya están utilizando la base de datos para elaborar estadísticas financieras nacionales y está previsto seguir desarrollándola.

## 4.2 OTRAS INNOVACIONES ESTADÍSTICAS

Se están actualizando los dos reglamentos marco sobre la recopilación, elaboración y difusión de las estadísticas en Europa, publicados por el Sistema Estadístico Europeo (SEE, que engloba al conjunto de Eurostat y

<sup>17</sup> Conforme a lo establecido en el Reglamento BCE/2007/8, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (distintos de fondos del mercado monetario).

los institutos nacionales de estadística) y por el SEBC, respectivamente. Gracias a la estrecha colaboración entre el SEBC y el SEE, se han introducido varias disposiciones paralelas en los dos proyectos de reglamento, en particular, en lo relativo al intercambio de información estadística confidencial entre el SEBC y el SEE. En septiembre del 2008, el BCE formuló una recomendación de reglamento del Consejo para modificar el Reglamento (CE) nº 2533/98, sobre la obtención de información estadística por el BCE<sup>18</sup>.

Desde el año 2007, el BCE y Eurostat han publicado periódicamente datos sobre las cuentas financieras y no financieras integradas trimestrales de los sectores institucionales de la zona del euro. En el 2008, se comenzó a trabajar para mejorar la puntualidad, la integridad y la coherencia de este sistema integral de contabilidad macroeconómica.

La difusión de las estadísticas se mejoró mediante la publicación de cuadros adicionales sobre estadísticas de la zona del euro y todos los datos nacionales correspondientes en las direcciones del BCE y de los BCN en Internet. La ampliación afectó a los siguientes epígrafes: i) listas de IFM; ii) estadísticas sobre tipos de interés aplicados por las IFM; iii) estadísticas de los sistemas de pago, y iv) datos detallados sobre el IAPC y el PIB. El *Statistical Data Warehouse* (SDW, en sus siglas en inglés) del BCE es una herramienta cada vez más popular para acceder a las estadísticas de la zona del euro en Internet. En el 2008, se incorporó al SDW un mayor número de estadísticas sobre mercados financieros y se duplicó el número de usuarios, que ascendió a unos 40.000 por mes. La puesta en funcionamiento en la dirección del BCE en Internet de una nueva herramienta de visualización interactiva para el seguimiento de la inflación también forma parte de una estrategia de comunicación mejorada con respecto a las estadísticas de la zona del euro. Por último, se ha ampliado la gama de estadísticas e indicadores que incluyen diversas publicaciones periódicas del BCE, como la encuesta «Euro money market survey», el informe titulado

«Financial integration in Europe» y el «Financial Stability Review».

Varios documentos publicados en el 2008 ayudaron a conocer mejor las estadísticas del BCE y del SEBC, sus buenas prácticas y su calidad. El Marco de evaluación de la calidad de las estadísticas del BCE (*ECB Statistical Quality Framework*) y los procedimientos de garantía de calidad (*Quality Assurance Procedures*)<sup>19</sup>, la publicación actualizada «ECB statistics – an overview»<sup>20</sup> y la publicación de las actas de la cuarta conferencia del BCE sobre estadísticas<sup>21</sup> son ejemplos de la transparencia que demuestra el BCE en esta materia.

El BCE continuó colaborando estrechamente con Eurostat y con otros organismos internacionales (por ejemplo, en la preparación del informe conjunto «Status report on information requirements in EMU» 2008 y en la revisión del «Manual del SEC95 sobre el déficit público y la deuda pública») y desempeñó un papel importante en la actualización de normas estadísticas internacionales (con los trabajos sobre el Sistema de Cuentas Nacionales 93, el Manual de Balanza de Pagos del FMI y la Definición Marco de Inversión Directa de la OCDE). El BCE colabora con Eurostat en la revisión del Sistema Europeo de Cuentas 95 (SEC95), que sirve de guía para una serie de decisiones de política económica a nivel europeo. Asimismo, el BCE respalda y aplica las normas técnicas internacionales para el intercambio de datos. Junto con los BCN, el FMI y el BPI, ha elaborado también un manual sobre estadísticas de valores. Por último, el BCE publicó una actualización de la guía sobre estadísticas de las finanzas públicas titulada «Government finance statistics guide»<sup>22</sup>.

18 [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf)

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>

22 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/governmentfinancesstatisticsguide200812en.pdf>

Las estadísticas de la zona del euro se adaptaron para tener en cuenta la incorporación de Chipre y Malta el 1 de enero de 2008. Gracias a la preparación que, desde hacía ya tiempo, venían realizando estos países, incluso antes de ingresar en la UE, en estrecha colaboración con el BCE y otros Estados miembros, no se produjo ningún problema. Además, al igual que en años anteriores, las estadísticas desempeñaron un papel importante en el seguimiento de la convergencia de los Estados miembros de la UE que no pertenecen todavía a la zona del euro. El BCE, junto con los bancos centrales de dichos Estados miembros, también colaboró con Eurostat en la provisión de estadísticas de tipos de interés a largo plazo y de tipos de cambio, y recopiló y elaboró estadísticas adicionales que complementan los cuatro indicadores básicos de convergencia del Informe de Convergencia 2008 del BCE (véase sección 1 del capítulo 3).

el Comité de Supervisores Bancarios Europeos, en un proyecto destinado a alcanzar, en la medida de lo posible, cierto grado de conciliación entre los requerimientos estadísticos y de supervisión para las entidades de crédito. El SEBC también sigue evaluando las necesidades, en materia de estadística, originadas por las turbulencias financieras. Esta estrategia a medio plazo exigirá intensificar la cooperación entre todas las partes interesadas, es decir, los departamentos de estadísticas de los BCN y del BCE, y otros organismos, como los institutos nacionales de estadística, los supervisores y los representantes del sector financiero.

#### **4.3 PROGRAMA DE TRABAJO A MEDIO PLAZO PARA LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA DEL BCE (2009-2012)**

En julio del 2008<sup>23</sup> se publicó en la dirección del BCE en Internet el programa a medio plazo para la función estadística del BCE (2009-2012). Este programa es el resultado de un detallado análisis y tiene por objeto aumentar la eficiencia y la eficacia de la recopilación y la elaboración de las estadísticas de la zona del euro, lo que permitiría dedicar recursos para cubrir algunas necesidades estadísticas aún no cubiertas. Se prevé que las mejoras se concentren, entre otros, en los siguientes aspectos: i) estadísticas más detalladas sobre tenencias de valores; ii) datos de mejor calidad sobre derivados financieros; iii) elaboración de estadísticas trimestrales puntuales sobre empresas de seguros y fondos de pensiones, y iv) mejora en la reutilización, a efectos estadísticos, de los datos microeconómicos disponibles, incluidos los obtenidos a partir de los estados financieros de las empresas en poder de las centrales de balances y la información disponible proveniente de las centrales de información de riesgos. Además, se está trabajando, en colaboración con

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>

## 5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

Las principales funciones de la investigación económica que se realiza en el BCE, y en el Eurosistema en su conjunto, son: aportar resultados relevantes para el asesoramiento en materia de política monetaria y de otras funciones propias del Eurosistema, y diseñar y poner en práctica los modelos e instrumentos analíticos respectivos; mantener y utilizar modelos econométricos para efectuar previsiones económicas y comparar los efectos de políticas alternativas; y mantener el contacto con el mundo académico, por ejemplo, mediante la publicación de los resultados de la investigación en revistas académicas con evaluación anónima y la organización de conferencias.

### 5.1 PRIORIDADES DE INVESTIGACIÓN Y RESULTADOS ALCANZADOS

En el BCE, la investigación económica se lleva a cabo de forma descentralizada: todas las unidades de gestión pueden desarrollar proyectos de investigación según sus necesidades y experiencia. La Dirección General de Estudios, además de producir trabajos de gran calidad, desempeña un papel fundamental en cuanto a la coordinación de la investigación. Esta Dirección General preside el Comité de Coordinación de la Investigación, que se ocupa de que la investigación efectuada en el BCE esté de acuerdo con las necesidades de la institución. El Comité establece las prioridades para cada año.

En el 2008, las prioridades en esta materia se centraron en las áreas siguientes: predicción y desarrollo de modelos; mejora del análisis monetario; comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria; estabilidad financiera; eficiencia del sistema financiero europeo; y cuestiones internacionales y fiscales.

Por lo que respecta a la predicción y al desarrollo de modelos, en el 2008 se siguió trabajando en distintos proyectos ya existentes y se iniciaron otros nuevos. El nuevo modelo general para el conjunto de la zona (NAWM) se introdujo en las proyecciones, y se utilizó tanto en su construcción como en el análisis de

escenarios. Se continuó desarrollando el modelo Christiano-Motto-Rostagno, que se empleó en distintos ejercicios de política económica centrados en el comportamiento de los mercados financieros. Ambos son ejemplos de los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico que son cada vez más habituales en los bancos centrales. Se desarrollaron internamente otros modelos de este tipo, con el fin de abordar asuntos concretos de política monetaria. Las investigaciones iniciadas en el 2006-2007 sobre instrumentos de predicción a corto plazo se completaron en el 2008, y estos instrumentos se incluyeron en el análisis económico periódico y en la preparación de la política monetaria. En el 2009 se continuará con los trabajos de investigación sobre instrumentos de predicción, tanto nuevos como ya existentes.

En el año 2008 se introdujo un nuevo método para construir los intervalos de confianza de las proyecciones, que se utilizó en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema publicadas en septiembre y diciembre. La predicción de la incertidumbre será un tema de interés también en el 2009.

La investigación sobre el análisis monetario se concentró en el desarrollo y la utilización de métodos cuantitativos para dicho análisis, y se hizo hincapié en la provisión de instrumentos analíticos de gran calidad para la preparación de decisiones de política monetaria. El trabajo se centró en el desarrollo de modelos de inflación basados en indicadores monetarios, y en el análisis de la demanda de dinero, así como en el diseño de escenarios monetarios desde una perspectiva estructural. En este contexto, el modelo Christiano-Motto-Rostagno se utilizó exhaustivamente. Se prestó especial atención al uso de diferentes modelos estructurales y de otras herramientas como instrumentos de contraste.

En cuanto al mecanismo de transmisión de la política monetaria, la red de investigación sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*), en la que participan investigadores del SEBC, presentó los resultados de sus trabajos en una

conferencia celebrada en junio del 2008. Esta red estudia las características y las fuentes de la dinámica de los salarios en la zona del euro y su relación con los precios, tanto a nivel microeconómico como agregado. En el 2008, uno de los principales logros de la red fue la de llevar a cabo, en 17 países, una encuesta sobre salarios, costes laborales y comportamiento de las empresas en lo que se refiere a la fijación de precios.

La encuesta sobre la situación financiera y el consumo de las familias para el conjunto de la zona del euro (véase sección 4 de este capítulo), elaborada por una red del Eurosistema, incluirá información microeconómica sobre una amplia gama de decisiones tomadas por los hogares en relación con la tenencia de activos reales y financieros, el endeudamiento, las actitudes con respecto al riesgo, el empleo, los ingresos, las pensiones, las transferencias intergeneracionales, los regalos, el consumo y el ahorro. Se prevé que la recogida de información comience a primeros del 2009 en varios países de la zona del euro. Es de esperar que, en el futuro, datos anónimos de carácter microeconómico de la zona del euro sobre la situación financiera y el consumo de las familias se pongan también a disposición de los investigadores del mundo académico. Las conclusiones de una investigación relacionada sobre la situación financiera y el consumo de los hogares se presentaron en una conferencia organizada por el Center for Financial Studies y el BCE en septiembre del 2008. Otros temas analizados en esta área de investigación fueron las políticas de comunicación de los bancos centrales, el seguimiento de los mercados financieros, los mercados de la vivienda, el papel de los bancos y del crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la heterogeneidad existente en la zona del euro desde distintas perspectivas.

También se estudiaron cuestiones relativas a la estabilidad financiera y a su impacto en la política monetaria, especialmente en el contexto del trabajo realizado para la Revista de Estabilidad Financiera del BCE (*ECB's Financial Stability Review*). El sistema financiero se analizó

siguiendo dos líneas de investigación: su grado de integración y la evolución de los mercados de capitales. Asimismo, se examinó la interacción de los riesgos de crédito y los riesgos de mercado.

Por lo que se refiere a la investigación sobre sistemas de pago y liquidación, el BCE colaboró con investigadores interesados en este tema que trabajan en distintos bancos centrales (Banco de Inglaterra, Banco Central de Australia, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Chicago, Banco de Canadá y De Nederlandsche Bank) y con investigadores del mundo académico para establecer un red informal sobre pagos (*Payment Economics Network*). Esta red promueve el conocimiento de los trabajos realizados sobre los sistemas de liquidación de valores y de pago y refuerza el vínculo entre la investigación y la práctica en este campo. En el sitio web de la red<sup>24</sup> figuran enlaces a documentos de trabajo, documentos de política relevantes e información sobre conferencias pasadas y futuras, así como sobre proyectos de investigación en ese campo.

Dada la prioridad que, en materia de investigación, se asigna a los asuntos internacionales, los principales puntos de interés fueron los desequilibrios mundiales, sobre los que se organizó un seminario de alto nivel en el 2008, y el papel internacional del euro. Con respecto a este último, el trabajo se centró en la relación entre la facturación en divisas y la transmisión del tipo de cambio a los precios. Los resultados de esta investigación se incluirán en el informe titulado «Review of the international role of the euro». En el contexto de estas prioridades de investigación, se desarrolló una extensión internacional del modelo NAWM.

24 <http://www.paymenteconomics.org>.

## 5.2 DIFUSIÓN DE LA INVESTIGACIÓN: PUBLICACIONES Y CONFERENCIAS

Como en años anteriores, los resultados de la investigación llevada a cabo por los expertos del BCE se publicaron en la serie de documentos de trabajo del BCE y en la de documentos ocasionales. En el 2008 se publicaron 141 documentos de trabajo y 22 documentos ocasionales. Los economistas del BCE escribieron un total de 116 documentos de trabajo, muchos de ellos en colaboración con economistas del Eurosistema, y los restantes fueron elaborados por investigadores externos que intervinieron en conferencias y seminarios, que participaron en las redes de investigación, o que trabajaron en el BCE durante un período prolongado con el fin de concluir sus proyectos de investigación. Como es norma habitual, se espera que la mayoría de los documentos se publiquen finalmente en revistas académicas de prestigio con evaluación anónima. En el 2008, los economistas del BCE publicaron más de 30 artículos en revistas de esta naturaleza.

El Boletín de Investigación (*Research Bulletin*) es una publicación periódica del BCE que se emplea para difundir los trabajos de investigación que son de interés para un público más amplio. En el 2008, se centró en las turbulencias de los mercados de crédito, las características del ciclo económico de la zona del euro, la riqueza y el consumo de los hogares, y las dinámicas regionales de inflación.

El BCE organizó por cuenta propia o en colaboración con otras instituciones en torno a 15 conferencias y seminarios sobre temas de investigación. Algunos de ellos los organizó en conjunción con el Centre for Economic Policy Research (CEPR) y otros bancos centrales, tanto del Eurosistema como ajenos a éste. 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 los seminarios y conferencias estuvieron relacionados con áreas específicas incluidas en las prioridades

de investigación; sus programas y los trabajos presentados pueden consultarse en el sitio web del BCE.

Los seminarios y conferencias trataron de una amplia gama de cuestiones. Siete de ellos se centraron en asuntos financieros: dos abordaron el impacto de la crisis financiera, uno se organizó en colaboración con el Banco de la Reserva Federal de Chicago, y otro se ocupó de la integración financiera. El resto de seminarios y conferencias abordaron distintos aspectos del funcionamiento de los mercados monetarios y de transferencias al por menor. La quinta conferencia del foro de investigación internacional sobre política monetaria (organizado en colaboración con la Reserva Federal y las universidades de Georgetown y de Frankfurt), celebrada en junio del 2008, analizó temas de política monetaria. En otras conferencias se examinaron cuestiones relativas a datos (con el CEPR a través de la red de estudio del ciclo económico de la zona del euro o *Euro Area Business Cycle Network*), mercados de trabajo y los primeros diez años del euro.

Un mecanismo adicional para difundir los resultados de la investigación fue la organización de series de seminarios, dos de las cuales tuvieron 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.



## 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 237 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento de las prohibiciones que se derivan de los artículos 101 y 102 del Tratado y de los Reglamentos (CE) nº 3603/93 y 3604/93 del Consejo por parte de los 27 BCN de la Unión Europea y del BCE. Con arreglo al artículo 101, 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 102, 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 nacional, 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 101 del Tratado. Es decir, tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

El ejercicio de supervisión correspondiente al 2008, realizado a partir de la información facilitada por los 27 BCN del SEBC y el BCE, confirma que, salvo una excepción, las disposiciones de los artículos 101 y 102 del

Tratado y de los Reglamentos del Consejo relacionados se respetaron durante el período de referencia.

El banco central holandés, De Nederlandsche Bank, comunicó un descubierto en cuenta de un día al siguiente, que implicó una situación de incumplimiento por un día de la prohibición de financiación monetaria establecida en el Tratado y que se corrigió inmediatamente.

### 6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 105 del Tratado dispone que el BCE sea consultado acerca de cualquier propuesta de acto jurídico comunitario o de proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia<sup>25</sup>. La consulta al BCE es obligatoria sin perjuicio de que un proyecto de disposición legal vaya a adoptarse mediante un procedimiento rápido. Además, la adopción de un proyecto de disposición legal en un período muy corto tras la solicitud de consulta sólo debería permitirse en casos excepcionales, como el actual período de turbulencias en los mercados financieros. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en su sitio web.

En el 2008, el BCE emitió 92 dictámenes: 11 en respuesta a consultas formuladas por las instituciones de la UE y 81 en respuesta a consultas formuladas por las autoridades nacionales. En el 2007 se efectuaron 43 consultas. En uno de los anexos a este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en el 2008 y comienzos de 2009.

Cabe destacar, en particular, los dictámenes siguientes emitidos a solicitud del Consejo de la UE.

<sup>25</sup> De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que figura como anejo al Tratado, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido, DO C 191, de 29.7.1992, p. 87.

El BCE emitió un dictamen<sup>26</sup> acerca de una propuesta para modificar la Directiva sobre la firmeza de la liquidación<sup>27</sup> y la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera<sup>28</sup>. Las modificaciones de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación se refieren a la protección de los servicios de liquidación nocturna y a los sistemas conectados, debido al aumento esperado en la interoperación de los sistemas como consecuencia de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros y del Código de Conducta Europeo para la Compensación y Liquidación. Entre las categorías de activos de garantía financieros que pueden aportarse de conformidad con la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera, la propuesta también incluye los derechos de crédito que pueden entregarse como garantía en las operaciones crediticias de los bancos centrales, con el fin de facilitar su uso en toda la UE. En su dictamen, el BCE acogió con satisfacción la propuesta y sugirió en concreto que la definición de «sistema» se ampliara para (i) incluir expresamente los sistemas establecidos mediante un acto jurídico del BCE y (ii) permitir que el propio BCE designara tales sistemas. El BCE también propuso que los derechos de crédito se incluyeran en el ámbito de la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera de conformidad con una única definición general que no esté ligada a su admisión por parte de los bancos centrales, y recomendó la armonización de algunos aspectos en conflicto de las normas relativas a los derechos de crédito en la UE.

El BCE también fue consultado acerca de una propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva de requerimientos de capital<sup>29</sup> en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central y a determinados elementos de los fondos propios.

El BCE emitió un dictamen<sup>30</sup> acerca de una propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva sobre dinero electrónico<sup>31</sup>, cuyo objetivo es abrir el mercado de emisiones de dinero electrónico, a través de las entidades de dinero electrónico. El BCE apoyó la revisión, pero expresó serias dudas en cuanto a modificar

la naturaleza de estas entidades para pasar a ser «entidades financieras», tal y como quedan definidas en la Directiva 2006/48/CE, refundida<sup>32</sup>, ya que ello tendría serias consecuencias para la ejecución de la política monetaria. La directiva propuesta también es motivo de preocupación desde una perspectiva de supervisión, pues reduce el régimen supervisor de las entidades de dinero electrónico, al tiempo que amplía el ámbito de las actividades que pueden desarrollar.

Por lo que se refiere al marco Lamfalussy<sup>33</sup>, como parte del proceso de clarificación y ampliación del ámbito de las tareas de los comités de Nivel 3 [el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS) y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR)], el BCE fue consultado acerca de una propuesta de Decisión de la Comisión por la que se establece el CEBS, y que sustituye a la Decisión de la Comisión 2004/10<sup>34</sup>. El dictamen del BCE<sup>35</sup> acogió con satisfacción las modificaciones propuestas y subrayó que sus comentarios concretos los efectúa sin perjuicio de que pueda contribuir en el futuro a un debate

26 CON/2008/37.

27 Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, DO L 166, 11.6.1998, p. 45.

28 Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, DO L 168, 27.6.2002, p. 43.

29 La Directiva de requerimientos de capital se compone de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), DO L 177, 30.6.2006, p.1, y de la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición), DO L 177, 30.6.2006, p.201.

30 CON/2008/84.

31 Directiva 2000/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión cautelar de dichas entidades, DO L 275, 27.10.2000, p. 39.

32 Véanse los apartados 1 y 5 del artículo 4 de la Directiva 2006/48/CE, como aparecen citados en la nota 30.

33 Para más detalles, véase la sección 2 del capítulo 4.

34 Decisión de la Comisión 2004/10, de 5 de noviembre de 2003, por la que se crea al Comité Bancario Europeo, DO L 3, 7.1.2004, p. 36.

35 CON/2008/63.

más amplio, por ejemplo, en relación con el grupo de alto nivel presidido por Jacques de Larosière. El BCE sugirió algunas modificaciones a la propuesta de Decisión, en concreto en lo que respecta a la participación del BCE y del Comité de Supervisión Bancaria en determinadas tareas del CEBS. El BCE recomendó que se tratara de lograr la coherencia entre las disposiciones de la propuesta de Decisión y las de los estatutos del CEBS relativos a los procedimientos de votación y sugirió que, siempre que proceda, la Comisión tenga en cuenta estos comentarios en las propuestas de Decisión relativas a los otros dos comités de Nivel 3 sobre los que el BCE no ha sido consultado.

El BCE también emitió un dictamen<sup>36</sup> acerca de una propuesta de Reglamento sobre pagos transfronterizos por la que se sustituye el Reglamento (CE) nº 2560/2001<sup>37</sup>. Al tiempo que celebraba la inclusión de los adeudos directos transfronterizos en el Reglamento propuesto, el BCE advertía de que sería necesario considerar cuidadosamente los temas relacionados con la presentación de información para elaborar las estadísticas de balanzas de pagos. En este contexto es esencial que se satisfaga la necesidad que tienen los usuarios de estadísticas de balanza de pagos nacionales y de la zona del euro, y que se promueva el rápido establecimiento de la SEPA. El desarrollo de la SEPA supone que no puedan mantenerse los sistemas de presentación de información para elaborar las estadísticas de balanza de pagos basados principalmente en datos de pagos, pues estos se refieren a pagos en euros dentro de la UE. La reforma de dichos sistemas podría dar lugar a una reducción de las obligaciones de información para los bancos, pero también a un aumento de los requisitos de información para las entidades no bancarias, que deberían mantenerse en niveles mínimos. Habría que lograr, asimismo, que las estadísticas de balanza de pagos sigan elaborándose con la elevada fiabilidad, frecuencia y puntualidad necesarias para la ejecución de la política monetaria del BCE.

El BCE emitió un dictamen<sup>38</sup> acerca de la reforma de la Directiva sobre sistemas de

garantía de depósitos<sup>39</sup>, cuyo objetivo es mejorar la confianza de los depositantes mediante el incremento de la cuantía de la cobertura mínima de los sistemas de garantía de depósitos y la reducción de los retrasos máximos en los pagos de los depósitos garantizados. El BCE apoyó estos objetivos, al tiempo que subrayó que la credibilidad de los sistemas de garantía de depósitos debería preservarse estableciendo procesos operativos eficientes para verificar las reclamaciones y pagar a los depositantes, garantizando que se disponga de suficiente financiación y dando a conocer a los depositantes las condiciones de la protección de los depósitos. Cualquier sistema debe respetar las prohibiciones relativas a la financiación monetaria recogidas en el artículo 101 del Tratado<sup>40</sup>. El BCE espera contribuir en el 2009 a que sigan avanzando los trabajos en esta área.

El BCE siguió recibiendo consultas de las autoridades nacionales sobre cuestiones relacionadas con los BCN, en concreto sobre las modificaciones de los estatutos de los bancos centrales nacionales de Bélgica, Bulgaria, República Checa, Alemania, Estonia, España, Luxemburgo, Hungría, Rumanía y Suecia<sup>41</sup>. Con respecto a la reforma propuesta de la Ley del Deutsche Bundesbank, el BCE señaló que un Estado miembro no puede limitar la capacidad de un BCN de emplear y mantener el personal cualificado necesario para poder desempeñar de manera independiente las funciones que le atribuyen el Tratado y los Estatutos del SEBC y que no se puede poner a un BCN en una situación en la que el Gobierno

36 CON/2009/1.

37 Reglamento (CE) nº 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre los pagos transfronterizos en euros, DO L 344, 28.12.2001, p. 13.

38 CON/2008/70.

39 Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, DO L 135, 31.5.1994, p. 5.

40 Interpretada de conformidad con el Reglamento (CE) nº 3603/93 del Consejo, de 13 de diciembre de 1993, por el que se establecen definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren el artículo 104 y el apartado 1 del artículo 104 B del Tratado, DO L 332, 31.12.1993, p. 1.

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82, CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 y CON/2008/34.

pueda influir en su política de personal<sup>42</sup>. El BCE indicó que acogería positivamente una revisión de las reformas propuestas que ampliara las competencias del Comité Ejecutivo del Deutsche Bundesbank para adoptar normativas sobre el personal. En relación con las reformas propuestas a los estatutos de la Banca Națională a României, el BCE opina que limitarían considerablemente la independencia del banco central, debido, sobre todo, a la exigencia de aprobación del informe anual de la Banca Națională a României por parte del Parlamento y a la posibilidad de que se pueda responsabilizar de las pérdidas al personal del banco central, de forma individual<sup>43</sup>. En su dictamen sobre la independencia del Sveriges Riksbank en el contexto de la estructura de capital y de la distribución de beneficios, el BCE insistió en que Suecia estaba obligada a que hubieran estado en vigor las adaptaciones necesarias para cumplir con las disposiciones relevantes del Tratado y de los Estatutos del SEBC relativos a la independencia de los bancos centrales en el momento en que se estableció el SEBC el 1 de junio de 1998<sup>44</sup>. Además, el BCE subrayó que cualquier reforma legislativa debería ir encaminada a lograr, gradualmente, la armonización con los estándares del Eurosistema. Por otra parte, el BCE emitió por iniciativa propia un dictamen sobre la reforma del sistema de seguridad social de Grecia, ya que consideró que las disposiciones propuestas podrían afectar al Banco de Grecia en su calidad de autoridad independiente<sup>45</sup>. El fondo de pensiones del Banco de Grecia quedaba integrado en el fondo de pensiones público y se exigía al Banco contribuir con la suma de 23 millones de euros anuales durante un período de 15 años. Habría estado justificado considerar las disposiciones pertinentes de esta ley en lo que se refiere a sus posibles implicaciones para la independencia del banco central, incluida la independencia financiera y las prohibiciones relativas a la financiación monetaria.

Luxemburgo consultó en dos ocasiones al BCE en relación con un proyecto de disposición legal por el que se mejora el marco legislativo

de Luxemburgo como centro financiero y se modifica la Ley sobre el estatus monetario y sobre la Banque centrale du Luxembourg<sup>46</sup>. Los dictámenes acogieron positivamente el fortalecimiento del papel desempeñado en la estabilidad financiero por la Banque centrale du Luxembourg y el establecimiento de unos fundamentos jurídicos para la posible concesión de liquidez en caso de emergencia por parte de esta institución.

En cuanto a los sistemas de pago y liquidación, Polonia consultó al BCE acerca de un proyecto de disposición legal por el que se modifica la Ley sobre negociación de instrumentos financieros y otra legislación<sup>47</sup>. De conformidad con dictámenes anteriores, el BCE recomendó disposiciones expresas relativas a la competencia de los BCN en el campo de la vigilancia de los sistemas de pago y liquidación.

Por lo que respecta a la supervisión financiera, Finlandia consultó al BCE acerca de un proyecto de disposición legal sobre la fusión de la supervisión financiera y de seguros<sup>48</sup>. El BCE defendió el fortalecimiento de la estructura supervisora, pero insistió en la necesidad de establecer salvaguardas para los acuerdos presupuestarios, el mecanismo de amortización, y la auditoría y la presentación de información. De conformidad con dictámenes anteriores, el BCE señaló que la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades supervisoras y los bancos centrales era esencial para llevar a cabo un seguimiento macroprudencial y la supervisión de los sistemas de pago. En lo relativo a la estabilidad financiera, Polonia consultó al BCE acerca de un proyecto de disposición legal por el que se modifica la Ley sobre el sistema de garantía de depósitos<sup>49</sup>. El BCE reafirmó el criterio por el que se permite a los BCN conceder crédito

42 CON/2008/9.

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 y CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

a los sistemas nacionales de protección de los depósitos y subrayó la importancia de coordinar de manera efectiva dichos sistemas.

En el contexto de la crisis financiera mundial, el BCE emitió un gran número de dictámenes<sup>50</sup> sobre las medidas nacionales de rescate relativas a los avales públicos, la recapitalización de los bancos con problemas, la compra de activos de los bancos y los sistemas de garantía de depósitos. En relación con lo anterior, el BCE destacó la importancia de adoptar medidas coordinadas en cumplimiento del plan de acción concertado aprobado el 12 de octubre de 2008 por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro, así como del Derecho comunitario, en particular en lo que respecta a las disposiciones relativas a ayudas estatales, e insistió en que el papel del Estado como accionista se limitara en el tiempo<sup>51</sup>.

En cuanto a la introducción del euro en Eslovaquia, este país consultó al BCE acerca de un proyecto de disposición legal nacional sobre la doble indicación de los precios y sobre las normas de redondeo<sup>52</sup>. El BCE recordó la importancia de los principios de neutralidad de los precios y de continuidad de los instrumentos jurídicos, y recomendó la adopción de un enfoque acorde con casos comparables relacionados con la metodología y la práctica del redondeo.

A partir del 2008 se incluye en el Informe Anual información relativa a los casos más claros e importantes de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre proyectos de disposiciones legales o de actos jurídicos nacionales y comunitarios. Además de la reforma del sistema de seguridad social de Grecia, sobre la que, como se ha mencionado anteriormente, el BCE emitió un dictamen por iniciativa propia, en el 2008 hubo 6 casos en los que no se consultó al BCE en relación con proyectos de disposiciones legales nacionales.

En dos casos, las autoridades búlgaras y chipriotas no consultaron al BCE acerca de disposiciones legales que justificaban la destitución del Gobernador del banco central

en casos distintos a los contemplados en los Estatutos del SEBC. La Ley búlgara sobre prevención y divulgación de conflictos de intereses, de 16 de octubre de 2008, estipula que el incumplimiento de sus disposiciones y la existencia de conflictos de intereses son motivo de destitución de los funcionarios públicos, incluido el Gobernador, el Subgobernador y los miembros del Consejo de Gobierno del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria). La Ley chipriota impone restricciones respecto a determinadas actividades y beneficios económicos, y su incumplimiento es motivo de destitución del Gobernador del Banco Central de Chipre. En caso de que se hubiera consultado al BCE, habría efectuado comentarios críticos significativos sobre la adecuación de estas disposiciones al artículo 14.2 de los Estatutos del SEBC.

Las autoridades francesas no consultaron al BCE acerca de dos modificaciones del proyecto de ley sobre la modernización de la economía, que simplifica los Estatutos de la Banque de France mediante, entre otras medidas, la abolición del comité monetario de su Consejo General y la transferencia al Gobernador de la responsabilidad de transponer las Orientaciones del BCE. El BCE no habría expresado objeciones a estos cambios institucionales, pero debería haber sido consultado, ya que los disposiciones afectan a la Banque de France.

Las autoridades holandesas no consultaron al BCE acerca de la Ley por la que se modifica la ley de supervisión. La Ley dispone que, en circunstancias excepcionales, De Nederlandsche Bank y la Autoriteit Financiële Markten pueden adoptar normas de carácter transitorio para fomentar la estabilidad del sector financiero.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 y CON/2008/92.

51 Para más detalles, véase el capítulo 5.

52 CON/2008/23, CON/2008/25 y CON/2008/27.



En una carta enviada al ministro holandés de Hacienda, el BCE señaló que el proyecto de disposición legal afectaba a un BCN y a las normas aplicables a las entidades financieras que influyen considerablemente en la estabilidad de las entidades y mercados financieros y que, por lo tanto, debería haber sido consultado.

Las autoridades portuguesas no consultaron al BCE acerca de tres actos jurídicos adoptados en el contexto de las turbulencias financieras. Uno de ellos atribuía al Banco de Portugal funciones tales como evaluar las solicitudes de las entidades de crédito de un incremento de los recursos propios y supervisar el cumplimiento de los planes de recapitalización. Los otros dos actos jurídicos estipulaban que el Estado portugués se constituyera en avalista de la financiación recibida por las entidades de crédito registradas en Portugal, siendo el Banco de Portugal una de las instituciones responsables de examinar las solicitudes de financiación y de supervisar la ejecución de los mencionados avales públicos. Ya que la legislación aprobada está relacionada con un BCN y establece normas aplicables a las instituciones financieras que influyen considerablemente en la estabilidad de las instituciones y mercados financieros, el BCE debería haber sido consultado.

Las autoridades rumanas no consultaron al BCE acerca de un proyecto de disposición legal por el que se transpone a la legislación rumana la Directiva 2006/43/CE relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas. Aunque este proyecto afectaba a la transposición de una Directiva de la CE, el BCE debería haber sido consultado, pues atañía a la Banca Națională a României.

### **6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO DE LA COMUNIDAD EUROPEA**

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y en el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, el BCE continúa siendo

responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la Comunidad Europea en el contexto del Mecanismo de Ayuda Financiera a Medio Plazo. En el año 2008, el BCE recibió los fondos de los acreedores frente a la Comunidad Europea y los transfirió al país prestatario (Hungria). El importe total del saldo vivo de las operaciones de préstamo con Hungría a 31 de diciembre de 2008 ascendía a 2 mm de euros, mientras que a finales del 2007 no había saldos vivos.

### **6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA**

En el 2008 se siguió prestando una amplia gama de servicios en el marco establecido en el año 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en euros 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 del Eurosistema) en términos y condiciones armonizadas 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 en este ámbito permaneció estable en el 2008. Con respecto a los servicios prestados, el total de saldos de efectivo y/o de valores de clientes experimentó un notable incremento, sobre todo en la segunda parte del año. Tras una encuesta realizada a sus clientes en el 2007, que confirmó su satisfacción general, el Eurosistema comenzó a trabajar en el 2008 para ampliar la gama de servicios disponibles en este marco y mejorar la calidad de los servicios ofrecidos.





Formación de personal de caja en el Suomen Pankki-Finlands Bank en Helsinki en septiembre del 2001

## **CAPÍTULO 3**

# **INCORPORACIÓN DE ESLOVAQUIA A LA ZONA DEL EURO**

## I EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN ESLOVAQUIA

El 8 de julio de 2008, el Consejo ECOFIN adoptó una Decisión en la que se autorizaba a Eslovaquia a incorporarse a la zona del euro a partir del 1 de enero de 2009, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó de 15 a 16. La Decisión del Consejo se basaba en los informes de convergencia elaborados por el BCE y la Comisión Europea en mayo del 2008 y fue precedida de debates en el Consejo de la UE (reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno), de un Dictamen del Parlamento Europeo y de una propuesta de la Comisión Europea. El mismo día, el Consejo ECOFIN adoptó un Reglamento en el que se fijaba el tipo de conversión irrevocable entre la corona eslovaca y el euro en 30,1260 coronas por euro, que era la paridad central que se aplicaba en el MTC II en la fecha de la Decisión. El día en que se fijó el tipo de conversión, la corona eslovaca se situaba en niveles próximos a esta cotización. Durante el período en el que participó en el MTC II, es decir, desde el 28 de noviembre de 2005, la paridad central de la corona eslovaca frente al euro se revaluó dos veces, un 8,5% en marzo del 2007 y un 17,6472% en mayo del 2008.

La economía de Eslovaquia ha crecido a muy buen ritmo en los últimos años, tras un período de avance lento, con un crecimiento económico inferior al 2% a finales de los noventa. La aceleración del crecimiento observada en los diez últimos años fue resultado de unas profundas reformas estructurales y de las elevadas entradas de capital extranjero asociadas. El crecimiento del PIB real superó el 10% en el 2007 y se situó en un nivel más moderado, el 6,4%, en el 2008 (véase cuadro 13). La evolución económica de Eslovaquia en los últimos años se ha caracterizado por importantes mejoras de la capacidad de producción, en particular en el sector industrial. La mayoría de las nuevas plantas, concentradas en los sectores de automóviles y de electrónica, están orientadas a la exportación. Por lo que se refiere al sector exterior, en la mayor parte de la pasada década Eslovaquia ha registrado elevados déficit en el agregado de la cuenta corriente y de capital de la balanza de pagos. Sin embargo, estos déficit se han financiado, en gran medida, con las entradas

de inversión directa extranjera, mientras que los flujos de capital que incrementan la deuda no han desempeñado más que un papel secundario. En la primera mitad de la década, unos proyectos de inversiones de gran envergadura generaron inicialmente cierto deterioro de los saldos de la cuenta corriente y de capital, como reflejo, en particular, de las importaciones de nuevas tecnologías. Con todo, este efecto fue transitorio, ya que una notable mejora de la capacidad de exportación del sector contribuyó a reducir estos déficit. En los cinco últimos años, el déficit de la cuenta corriente y de capital se situó, en promedio, en el 5,5% del PIB.

A lo largo de la pasada década, la evolución de la inflación en la economía eslovaca se ha caracterizado por una relativa volatilidad, a la que contribuyeron de forma significativa las modificaciones de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Tras mantenerse durante un tiempo en cotas altas, la inflación interanual medida por el IAPC empezó a disminuir paulatinamente en el 2004, hasta situarse en un mínimo del 1,9% en el 2007, pese a registrar un aumento temporal en el 2006. Este descenso se produjo tras la adopción de un marco de objetivos de inflación por el Národná banka Slovenska. La moderación de la inflación se debió también a la apreciación gradual de la corona eslovaca frente al euro. Posteriormente, la inflación medida por el IAPC volvió a aumentar en Eslovaquia, alcanzando un máximo del 4,5% en septiembre del 2008, reflejo, en gran medida, de la evolución de los precios mundiales de la energía y de los alimentos. En el contexto del acusado descenso de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, las tasas de inflación volvieron a moderarse en los últimos meses del 2008 y a principios del 2009. Para el conjunto del año 2008, la inflación medida por el IAPC se situó en el 3,9%.

Pese a experimentar mejoras significativas, el mercado de trabajo sigue caracterizándose por considerables rigideces estructurales. Al inicio de la presente década, la situación del mercado de trabajo no mejoró, a pesar de un crecimiento económico relativamente vigoroso. Estas

**Cuadro 13 Principales indicadores económicos de Eslovaquia**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Crecimiento del PIB real	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Contribución al crecimiento del PIB real (en puntos porcentuales)</i>										
Demanda interna, excluidas existencias	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Demanda exterior neta	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
Inflación medida por el IAPC <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Remuneración por asalariado	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Costes laborales unitarios nominales (total economía)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Deflactor de las importaciones (bienes y servicios)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Cuenta corriente y Cuenta de capital (% del PIB)	..	..	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Empleo total	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Tasa de paro (% de la población activa)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Superávit (+)/déficit (-) de las Administraciones Públicas	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
Tipo de interés a tres meses (%) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Rendimiento de la deuda pública a diez años (%) <sup>1)</sup>	..	..	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Tipo de cambio frente al euro <sup>1),2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Media de los valores del período.

2) Coronas eslovacas por euro.

circunstancias cambiaron en el 2004, al realizarse profundas reformas del sistema tributario, de las prestaciones sociales y del mercado de trabajo, lo que, unido a las abultadas entradas de capital extranjero, contribuyó a fomentar una robusta creación de empleo. La tasa de desempleo disminuyó también debido a la emigración de trabajadores tras la incorporación de Eslovaquia a la UE en mayo del 2004, aunque se mantuvo en un nivel cercano al 10%. Ello fue reflejo de las rigideces existentes en el mercado de trabajo, que propician, en particular, una elevada tasa de paro de larga duración, una combinación inadecuada de los niveles de cualificación entre los parados y sustanciales disparidades entre los mercados de trabajo regionales.

En los últimos años, la política fiscal ha contribuido en mayor medida a la estabilidad de precios en Eslovaquia. Partiendo de niveles muy altos, la ratio de déficit de las Administraciones Públicas en relación con el PIB disminuyó desde el 12,3% del PIB registrado en el 2000 hasta el

2,3% observado en el 2008. El procedimiento de déficit excesivo iniciado contra Eslovaquia cuando se incorporó a la UE en el 2004 fue derogado en junio del 2008. La ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB descendió también en los últimos años, pasando del 50,3% del PIB en el 2000 al 28,8% en el 2008. Sin embargo, los déficit presupuestarios registrados en Eslovaquia son elevados, teniendo en cuenta el fuerte crecimiento económico observado en los últimos años. De cara al futuro, Eslovaquia deberá mantener su déficit presupuestario por debajo del 3% del PIB de forma continuada, mediante la adopción de medidas de saneamiento sostenibles y que gocen de credibilidad, a fin de que el país pueda alcanzar su objetivo presupuestario de medio plazo.

La política monetaria tuvo una influencia determinante en la estabilización de la economía eslovaca. En otoño de 1998 se estableció un régimen de tipo de cambio de flotación

controlada de la corona eslovaca, con el euro como moneda de referencia a partir de enero de 1999, y el Národná banka Slovenska adoptó una estrategia de política monetaria basada en el establecimiento de objetivos de inflación implícitos. El 1 de enero de 2005 la estrategia de política monetaria del Národná banka Slovenska se modificó y se implantó un «régimen de objetivos directos de inflación en las condiciones del MTC II». La corona eslovaca se incorporó al MTC II el 28 de noviembre de 2005 y su paridad central se fijó inicialmente en 38,4550 coronas por euro, con una banda de fluctuación estándar de  $\pm 15\%$ . Como reflejo de fundamentos macroeconómicos más favorables, la corona eslovaca se apreció de forma significativa y su paridad central frente al euro se revaluó en dos ocasiones durante su participación en el ERM II.

En el contexto del régimen de objetivos directos de inflación en vigor entre los años 2005 y 2008, la política monetaria del Národná banka Slovenska estuvo orientada hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios. En consecuencia, cuando empezaron a aparecer crecientes presiones inflacionistas hacia finales del 2005 se inició un período de endurecimiento de la política monetaria. El Národná banka Slovenska elevó el tipo de interés oficial en varias etapas, en un total de 175 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,75% en septiembre del 2006. La posterior estabilización de la inflación y la firme voluntad del nuevo Gobierno de respetar el calendario original de adopción del euro ayudaron a superar este breve episodio de inestabilidad económica. Por otro lado, la renovada confianza en los planes de adopción del euro y los buenos resultados macroeconómicos sostuvieron el tipo de cambio de la corona eslovaca, que comenzó a apreciarse gradualmente frente al euro. En el 2007, la política monetaria del Národná banka Slovenska se fue relajando y el tipo de interés oficial se redujo en dos etapas, en un total de 50 puntos básicos, hasta el 4,25%. A la espera de la adopción del euro, a partir de octubre

del 2008 el Národná banka Slovenska siguió las decisiones del BCE respecto a los tipos de interés y redujo su tipo repo en tres etapas, en un total de 175 puntos básicos, hasta el 2,5%. Los tipos de interés del mercado monetario eslovaco evolucionaron generalmente en consonancia con el tipo oficial del banco central. Debido al exceso de liquidez existente en el sector bancario, los tipos del mercado monetario se situaron por debajo de los observados en la zona del euro en los últimos meses del 2008. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo ha descendido en los últimos años, reflejo de la elevada confianza del mercado en la evolución económica de Eslovaquia.

Ahora que ha adoptado el euro, Eslovaquia ya no puede beneficiarse de la apreciación de su moneda frente al euro, que le ayudó a contener la inflación en el pasado. Así pues, las autoridades deberán instrumentar políticas económicas ambiciosas en todos los frentes. Debe ser prioritario alcanzar un mayor grado de convergencia económica sostenible y, a estos efectos, es fundamental mantener la inflación en niveles reducidos. En particular, la ejecución de una política fiscal estricta y creíble, de conformidad con los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, es esencial para contener las presiones inflacionistas en la economía. Pese a la reciente desaceleración económica, las autoridades deberán seguir evitando déficit presupuestarios excesivos y avanzar en el proceso de saneamiento presupuestario, para poder alcanzar cuanto antes su objetivo presupuestario de medio plazo. Eslovaquia deberá redoblar los esfuerzos por potenciar la competitividad exterior y la capacidad de resistencia económica. Será preciso mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo, luchar contra el elevado nivel de desempleo estructural y lograr un clima empresarial más favorable, a fin de fomentar el crecimiento de la productividad y atraer el capital extranjero.



**REPERCUSIONES ESTADÍSTICAS DE LA AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO PARA INCLUIR A ESLOVAQUIA**

La ampliación de la zona del euro para incluir a Eslovaquia a partir del 1 de enero de 2009 constituye la cuarta ocasión en la que hay que modificar las series estadísticas de la zona para incorporar nuevos países miembros. 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 Eslovaquia a la zona del euro significa que los residentes en este país se han convertido en residentes en la zona. Ello afecta a aquellas estadísticas agregadas de la zona que no se calculan sumando simplemente los datos nacionales, como son los casos de las estadísticas monetarias, las de balanza de pagos y de posición de inversión internacional, así como las cuentas financieras, en la medida en que ahora habrá que consolidar las operaciones realizadas entre los residentes de Eslovaquia y otros residentes de la zona del euro.

Así pues, a partir de enero del 2009, Eslovaquia tiene la obligación de cumplir todos los requerimientos estadísticos del BCE, es decir, proporcionar datos nacionales totalmente armonizados y comparables<sup>1</sup>. Dado que el trabajo preparatorio para las nuevas estadísticas requiere plazos muy largos, el Národná banka Slovenska y el BCE iniciaron los preparativos en esta materia mucho antes de que Eslovaquia se incorporara a la UE. Tras convertirse en miembro del SEBC, el Národná banka Slovenska intensificó sus trabajos preparatorios para cumplir los requerimientos del BCE en materia de estadísticas monetarias, bancarias, de balanza de pagos, de finanzas públicas, de cuentas financieras y otras estadísticas financieras. Además, el Národná banka Slovenska tuvo que llevar a cabo los preparativos necesarios para la integración de las entidades de crédito eslovacas 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 significó que, a partir de enero del 2009, tuvieron que informar de las operaciones (o flujos) y de las posiciones con residentes de Eslovaquia considerándolas como operaciones y posiciones frente a la zona del euro y no como operaciones y posiciones frente a no residentes en la zona.

Además, Eslovaquia y todos los demás países de la zona del euro tuvieron que proporcionar suficientes datos históricos con la distribución geográfica y el detalle por sectores, al menos desde el 2004, año en el que Eslovaquia se incorporó a la UE.

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 Eslovaquia) 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.

<sup>1</sup> Los requerimientos estadísticos del BCE se resumen en el documento titulado «ECB statistics: an overview», de abril del 2008.



## 2 ASPECTOS LEGALES DE LA INTEGRACIÓN DEL NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EN EL EUROSISTEMA

De conformidad con el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, el BCE examinó la compatibilidad de los estatutos del Národná banka Slovenska, y de otras disposiciones legales eslovacas relevantes, con el artículo 109 del Tratado. La evaluación del BCE determinó que la legislación eslovaca es compatible con el Tratado y con los Estatutos del SEBC, tal y como se recoge en el Informe de Convergencia publicado en mayo del 2008.

El BCE y el Národná banka Slovenska adoptaron una serie de instrumentos jurídicos con el objeto de garantizar la integración del Národná banka Slovenska en el Eurosistema el 1 de enero de 2009. Como consecuencia de la decisión de suprimir la excepción a favor de Eslovaquia adoptada por el Consejo ECOFIN el 8 de julio de 2008<sup>1</sup>, se adaptó el marco jurídico del Eurosistema. Asimismo, la introducción del euro en Eslovaquia y la integración de su banco central en el Eurosistema requirieron la modificación de algunos instrumentos jurídicos eslovacos.

Al final del 2007, el Národná banka Slovenska había adaptado sus estatutos conforme a las recomendaciones formuladas en los Informes de Convergencia del BCE del 2004 y del 2006. Eslovaquia consultó al BCE acerca de los proyectos de modificaciones de los estatutos del Národná banka Slovenska el 20 de julio de 2007 y el BCE emitió un Dictamen en el que proponía modificaciones, que quedaron recogidas en la versión final de los estatutos<sup>2</sup>.

La Decisión del Consejo ECOFIN de 8 de julio de 2008 comportó la modificación del Reglamento (CE) n° 974/98 del Consejo para permitir la introducción del euro por Eslovaquia<sup>3</sup>, y la adopción del Reglamento (CE) n° 694/2008<sup>4</sup> por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 en el que se fijó el tipo de cambio irrevocable del euro frente a la corona eslovaca. El Consejo consultó

al BCE respecto a las propuestas relativas a estos dos reglamentos, sobre los que el BCE emitió un Dictamen<sup>5</sup>. También se consultó al BCE acerca de la legislación nacional relativa a la regulación del cambio de moneda, de los sistemas de pago y de liquidación, de las normas de redondeo y de la circulación del efectivo en Eslovaquia<sup>6</sup>.

Por lo que se refiere a los aspectos legales de la integración del Národná banka Slovenska en el Eurosistema, el BCE adoptó los instrumentos jurídicos relativos al desembolso del importe restante de su contribución al capital suscrito del BCE, y a la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE<sup>7</sup>. El BCE revisó también su marco jurídico e introdujo las modificaciones requeridas por la integración del Národná banka Slovenska en el Eurosistema. Ello incluía una revisión de la legislación eslovaca en relación con la aplicación del marco jurídico del Eurosistema para la política monetaria y TARGET2, haciendo, así, posible la participación de las entidades de contrapartida eslovacas en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema a partir del 2 de enero de 2009. El BCE adoptó

1 Decisión del Consejo 2008/608/CE, de 8 de julio de 2008, de conformidad con el artículo 122, apartado 2, del Tratado para la adopción por Eslovaquia de la moneda única el 1 de enero de 2009, DO L 195, 24.7.2008, p.24.

2 CON/2007/43.

3 Reglamento (CE) n° 693/2008 del Consejo, de 8 de julio de 2008, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 974/98 en lo que se refiere a la introducción del euro en Eslovaquia, DO L 195, 24.7.2008, p.1.

4 Reglamento (CE) n° 694/2008 del Consejo, de 8 de julio de 2008, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2866/98 en lo que se refiere al tipo de conversión entre la moneda eslovaca y el euro, DO L 195, 24.7.2008, p. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 y CON/2008/86.

7 Decisión BCE/2008/33 del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2008, 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 Národná banka Slovenska, DO L 21, 24.1.2009 p. 83.

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 Eslovaquia<sup>8</sup>. Por último, el Národná banka Slovenska dejó de ser parte en el Acuerdo sobre el MTC II<sup>9</sup>.

- 8 Decisión BCE/2008/14 del Banco Central Europeo, de 28 de octubre de 2008, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la introducción del euro en Eslovaquia, DO L 319, 29.11.2008, p. 73
- 9 Acuerdo, de 8 de diciembre de 2008, 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 16, 22.1.2009, p. 10.

### 3 ASPECTOS OPERATIVOS DE LA INTEGRACIÓN DEL NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA EN EL EUROSISTEMA

Tras la Decisión del Consejo ECOFIN de 8 de julio de 2008 relativa a la adopción del euro por Eslovaquia el 1 de enero de 2009, el BCE llevó a cabo los preparativos técnicos necesarios para la plena integración del Národná banka Slovenska en el Eurosistema. De conformidad con lo dispuesto en el Tratado, el Národná banka Slovenska 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 Národná banka Slovenska 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, se comprobaron extensamente los instrumentos, los procedimientos y los sistemas técnicos de ejecución de la política monetaria y de las operaciones en divisas.

#### 3.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Tras la adopción del euro por Eslovaquia el 1 de enero de 2009, 26 entidades de crédito eslovacas, 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 Eslovaquia 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 0,5% (740 millones de euros). En Eslovaquia, en términos netos, los factores autónomos proporcionaron liquidez en el periodo comprendido entre el 1 y el 20 de enero de 2009, reduciendo en promedio las necesidades de liquidez de la totalidad del sector bancario de la zona del euro en 7,21 mm de euros. Este efecto de inyección de liquidez se produjo pese al hecho de que las operaciones de política monetaria de absorción de liquidez realizadas por el Národná banka Slovenska antes de entrar en la zona del

euro, que vencían entre el 6 y el 13 de enero de 2009, se consideraron también como factores autónomos, al igual que los certificados de deuda emitidos por el banco central, que vencían el 20 de enero. Teniendo en cuenta todos estos factores, la incorporación de Eslovaquia a la zona del euro redujo las necesidades totales de liquidez del sector bancario de la zona en 11 mm de euros, lo que supone aproximadamente el 1% de las necesidades agregadas de liquidez.

Dado su superávit de liquidez, las entidades de contrapartida de Eslovaquia presentaron pujas por importes relativamente reducidos en las operaciones de mercado abierto realizadas a comienzos del 2009: 1 millón de euros en la operación principal de financiación que se liquidó el 14 de enero, y 15 millones de euros en las operaciones de financiación a plazo más largo, a tres y seis meses, que se liquidaron el 8 de enero.

Al incorporarse a la zona del euro, el Národná banka Slovenska adoptó también el sistema de activos de garantía del Eurosistema y dio a conocer los activos localizados en Eslovaquia, por un importe de 17,6 mm de euros, admisibles en las operaciones de crédito del Eurosistema a partir del 1 de enero de 2009.

#### 3.2 CONTRIBUCIÓN AL CAPITAL, A LAS RESERVAS Y A LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA DEL BCE

Al incorporarse al SEBC el 1 de mayo de 2004, el Národná banka Slovenska desembolsó el 7% de su participación en el capital suscrito del BCE, como contribución a los costes operativos de esta institución. De conformidad con el artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y con los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 31 de diciembre de 2008, el Národná banka Slovenska desembolsó el importe restante de su contribución al capital el 1 de enero de 2009. Su participación total se cifra en 39,9 millones de euros, equivalentes al 0,6934% del capital suscrito del BCE, que ascendía a 5,761 mm de euros el 1 de enero de 2009.

A principios del 2009, con arreglo a los artículos 30 y 49.1 de los Estatutos del SEBC y en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, el Národná banka Slovenska transfirió al BCE activos exteriores de reserva por un valor total de 443,1 millones de euros (de los cuales el 85% se realizó en activos denominados en dólares estadounidenses y el 15% en oro). El Národná banka Slovenska ha decidido llevar a cabo las actividades operativas relacionadas con la gestión de su parte de los activos exteriores de reserva en dólares estadounidenses del BCE de forma individual a través de una cartera separada de gestión de reservas en dólares. Como resultado de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, el Národná banka Slovenska fue acreditado por el BCE con un activo denominado en euros, de conformidad con el artículo 30.3 de los Estatutos del SEBC.

## 4 INTRODUCCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS EN ESLOVAQUIA

### LA LOGÍSTICA DEL CAMBIO DE MONEDA

El 1 de enero de 2009, Eslovaquia adoptó el euro como moneda. Tras un período de dos semanas de doble circulación, el euro ya había sustituido totalmente a la corona eslovaca.

Para que la introducción de los billetes y monedas en euros se desarrollara con fluidez, todas las partes interesadas, en particular el sector bancario, participaron en los preparativos para el cambio de moneda. En el marco del plan nacional de transición al euro se proporcionó un calendario a todas las empresas y al público en general mucho antes del día €. Basándose en la experiencia adquirida con el canje de efectivo en Eslovenia en el 2007 y en Chipre y Malta en el 2008, el Consejo de Gobierno adoptó una nueva Orientación del BCE sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro<sup>10</sup>. Además del procedimiento normal seguido en las anteriores operaciones de canje de moneda, la Orientación ofrece, por ejemplo, la posibilidad de aplicar un procedimiento simplificado de subdistribución anticipada del efectivo en euros a microempresas. Cada BCN que se incorpore al Eurosistema podrá decidir si se acoge o no a las disposiciones de la Orientación.

Tras la decisión del Consejo ECOFIN de 8 de julio de 2008 relativa a la adopción del euro por Eslovaquia el 1 de enero de 2009, el Národná banka Slovenska pudo tomar prestado del Eurosistema los billetes requeridos para la operación de canje de efectivo y para cubrir las necesidades de billetes en el año 2009. Por razones geográficas y logísticas, el Oesterreichische Nationalbank llevó a cabo la entrega de los billetes requeridos (196,2 millones de billetes por valor de 8,3 mm de euros) en nombre del Eurosistema.

La Fábrica de Moneda Eslovaca, situada en Kremnica, acuñó los 499 millones de monedas en euros, por valor de 165,22 millones de euros, requeridas para la puesta en circulación del efectivo.

La distribución anticipada de monedas y billetes en euros a las instituciones financieras comenzó en septiembre y octubre del 2008, respectivamente. La subdistribución anticipada a las empresas empezó en noviembre del 2008. El Národná banka Slovenska, las entidades de crédito y las oficinas de correos pusieron también euromonederos (cada uno con monedas por valor de 16,60 euros) a disposición del público en general a partir del 1 de diciembre de 2008, lo que hizo posible realizar pagos por el importe exacto en las operaciones minoristas, reduciendo así la cantidad de cambio necesario inmediatamente después de la introducción de la nueva moneda.

Las operaciones de distribución y subdistribución anticipadas permitieron espaciar la entrega de los billetes y monedas en euros a lo largo de un período de tiempo más largo, con lo que se evitó la formación de cuellos de botella en el suministro. Las cantidades distribuidas anticipadamente se utilizaron, en gran medida, para la rápida adaptación de los cajeros automáticos al euro. Prácticamente todos los cajeros automáticos dispensaron billetes en euros desde el 1 de enero de 2009.

Tras la introducción del euro en Eslovaquia, los BCN de la zona del euro canjearon gratuitamente billetes en coronas eslovacas por euros a su valor de paridad, desde el primer día hábil del 2009 hasta el 28 de febrero del presente año<sup>11</sup>. La cantidad que se podía canjear quedaba limitada a 1.000 euros por persona, operación y día. El Národná banka Slovenska seguirá canjeando billetes en coronas eslovacas

10 Orientación BCE/2008/4 del Banco Central Europeo, de 19 de junio de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/9 sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro.

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.

por tiempo indefinido y monedas hasta finales del 2013.

### **CAMPAÑA DE INFORMACIÓN SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO**

El BCE y el Národná banka Slovenska colaboraron estrechamente en la organización de una amplia campaña de información como parte de los preparativos para la introducción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009.

En sus actividades de comunicación relacionadas con la introducción del euro en Eslovaquia, el Národná banka Slovenska empleó el lema «El euro, nuestra moneda», utilizado con éxito por el Eurosistema desde la Campaña de Información Euro 2002.

El objetivo de la campaña informativa organizada por el BCE y el Národná banka Slovenska 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.

Teniendo en cuenta la experiencia adquirida en las anteriores operaciones de cambio de moneda, se adoptaron varias iniciativas, entre las que cabe destacar la edición de 17 publicaciones diferentes y la preparación de material de formación para profesionales. En el cuarto trimestre del 2008, el Národná banka Slovenska distribuyó más de 7 millones de ejemplares de distinto material, como folletos de información al público, tarjetas de conversión al euro y otras publicaciones en cuatro idiomas. En diciembre del mismo año, cada hogar eslovaco recibió un folleto de información al público y dos tarjetas de conversión al euro. Estas tarjetas mostraban imágenes distintas, según el ángulo desde el que se miraban. En el anverso aparecían 28 precios en euros y en coronas eslovacas y, en el reverso, los principales elementos de seguridad del billete de 20 euros.

La campaña comprendió varias actividades de relaciones públicas y encuentros con la prensa: un seminario para los medios de comunicación

organizado por el BCE el 4 de septiembre de 2008, una exposición sobre los billetes y monedas en euros inaugurada el 21 de septiembre de 2008 en el Národná banka Slovenska, una conferencia sobre el euro en Bratislava el 22 de septiembre de 2008 y celebraciones oficiales el 8 de enero de 2009.

El BCE contribuyó a la financiación de la banda con el euro que decoró la fachada del edificio del Národná banka Slovenska en Bratislava. Copias más pequeñas de esta banda, la más grande jamás fabricada en Eslovaquia, se colgaron en los edificios de todas las sucursales del banco central a lo largo y ancho del país. Más de 100 colaboradores, principalmente entidades de crédito y autoridades, tuvieron acceso a los ficheros de impresión de alta calidad de las publicaciones del BCE relevantes, a fin de que pudieran adaptarlos y utilizarlos en sus propias actividades de comunicación.

Tras consultar a las asociaciones de invidentes, el BCE desarrolló para las personas con problemas de visión una «tarjeta sonora» que llevaba incorporada una grabación de MP3 con información básica sobre los billetes y monedas en euros.





Willem F. Duisenberg acepta el Premio Carlomagno en nombre del euro el 9 de mayo de 2002 en Aquisgrán

## 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 comunitaria en estos ámbitos.

## I.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

En colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC, en sus siglas en inglés) del SEBC, el BCE trata de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero<sup>1</sup>. Actividades fundamentales para lograr este objetivo son el seguimiento de los riesgos con incidencia sobre la estabilidad financiera y la evaluación de la capacidad de resistencia del sistema financiero. Este seguimiento se centra principalmente en las entidades de crédito, puesto que continúan siendo los principales intermediarios a través de los cuales se canalizan los fondos. Al mismo tiempo, la importancia creciente de los mercados financieros y de otras instituciones financieras, y su vinculación con entidades bancarias, hacen necesario que el SEBC realice también un seguimiento de la vulnerabilidad de estos componentes del sistema financiero.

### EVOLUCIÓN CÍCLICA

En el 2008, las tensiones registradas en el sistema financiero de la zona del euro, que se desencadenaron en el 2007 como consecuencia de las pérdidas experimentadas por instituciones financieras en todo el mundo en relación con valores respaldados por hipotecas de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos, se intensificaron. A medida que avanzó el año, las entidades de crédito de la zona del euro siguieron afrontando pérdidas por valoración de activos, aumentos en la morosidad y en las provisiones para insolvencias, así como fuertes caídas de los ingresos por actividades de negociación. Los aspectos más destacados de su evolución y las lecciones que pueden extraerse de este

episodio se consideran en otra sección del Informe (véase sección 2 del capítulo 1) y en otras publicaciones del BCE, entre las que cabe destacar el «Financial Stability Review».

A medida que aumentó la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales, con los riesgos con un creciente sesgo a la baja, la aversión al riesgo entre los participantes en los mercados financieros se incrementó, lo que se tradujo en una caída de los precios de la mayor parte de los activos financieros. La liquidez y las condiciones de financiación en los mercados de crédito experimentaron un acusado deterioro en el transcurso del año y los mercados de titulización se volvieron prácticamente inactivos. Las persistentes tensiones de liquidez finalmente dieron paso a un aumento de la preocupación acerca de la solvencia y la suficiencia de las reservas de capital. En este contexto, los inversores y los acreedores empezaron a perder la confianza en la capacidad de algunas instituciones financieras para atender sus obligaciones, lo que hizo que muchas de las más importantes tuvieran que hacer frente a dificultades cada vez mayores para acceder a la financiación a corto plazo y a los mercados de capitales. Las calificaciones crediticias de algunas de las instituciones financieras más importantes del mundo fueron rebajadas y los precios de sus acciones experimentaron fuertes caídas, lo que, en última instancia, obligó a varias instituciones financieras de la zona del euro e internacionales a integrarse o a solicitar ayuda adicional a los accionistas o a los Gobiernos. Con todo, algunas instituciones financieras internacionales no pudieron evitar la quiebra.

1 Desde finales del 2004, el BCE publica un informe semestral sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «Financial Stability Review». En el 2008 se publicó también la séptima edición del informe titulado «EU banking structures», así como los siguientes informes monográficos: «Commercial property markets», «The incentive structure of the “originate and distribute” model», «Covered bonds in the EU financial system» y «EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans». En estas publicaciones se presentan las principales conclusiones del seguimiento que realiza el Comité de Supervisión Bancaria sobre la estructura y la estabilidad del sector bancario, y pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.



Inicialmente, las entidades de crédito de la zona del euro hicieron frente a las perturbaciones financieras con unos niveles de solvencia que, en general, se situaban bastante por encima de los niveles mínimos exigidos, tras varios años de elevada rentabilidad. Aunque algunas entidades importantes de la zona se vieron gravemente afectadas por reducciones del valor de instrumentos de crédito estructurado y por las tensiones asociadas en los mercados, que habían persistido durante más de un año, parecieron ser capaces de resistir, en líneas generales, a las turbulencias adversas registradas hasta que la situación se deterioró considerablemente en septiembre del 2008.

La rentabilidad de los recursos propios de las entidades de crédito de la zona del euro disminuyó, en general, en el primer semestre del 2008, ya que se vio afectada por pérdidas en las carteras de negociación de los bancos. Además, las provisiones para insolvencias aumentaron de manera significativa, mientras que los ingresos por comisiones y por actividades de negociación se redujeron, como consecuencia de la difícil situación en los mercados de capitales. Pese a la caída de la rentabilidad, los ratios de capital regulatorio aumentaron en el primer semestre del 2008. Esta mejora se debió a la reducción discrecional de los niveles de endeudamiento asociados a activos ponderados por el riesgo por parte de las entidades, a la captación generalizada de capital, pese a la difícil situación económica y, hasta cierto punto, al efecto de la aplicación del marco de Basilea II y de filtros prudenciales.

Las perspectivas de que la rentabilidad retorne a los niveles registrados antes de las turbulencias no parecen muy alentadoras en el corto plazo, y no puede descartarse la posibilidad de que se produzcan considerables reducciones del valor de otros productos financieros estructurados, entre los que se incluyen bonos de titulización respaldados por créditos al consumo de Estados Unidos y bonos de titulización hipotecaria de la zona del euro. Es probable que, en el 2009, la evolución

financiera de las entidades se vea dificultada como consecuencia de las menores tasas de crecimiento de los préstamos concedidos a hogares y empresas, de la práctica paralización de las operaciones de titulización y de la disminución de los ingresos por comisiones y por actividades de negociación. En respuesta, las entidades han endurecido los criterios aplicados para la concesión de créditos y han reducido costes. En este entorno, el Eurosistema y los Gobiernos de los países de la zona del euro adoptaron importantes medidas de política para mejorar la liquidez en los mercados, la confianza y las reservas de capital.

La evolución financiera de importantes empresas de seguros de la zona del euro experimentó un deterioro en el primer semestre del 2008, y la mayor parte de ellas registraron reducciones de las primas con respecto al mismo período del 2007. Esto se debió fundamentalmente a la caída de la demanda de seguros de vida que se produjo a raíz de las perturbaciones observadas en los mercados de renta variable y de crédito. Las turbulencias en los mercados financieros y los efectos adversos para la economía real continuarán planteando nuevas dificultades para muchas empresas de seguros. Además, las entidades aseguradoras que ofrecen servicios bancarios o que forman parte de un conglomerado financiero seguirán viéndose afectadas por los retos que está afrontando el sector bancario.

A finales de septiembre del 2008, los rendimientos de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) internacionales eran considerablemente negativos en casi todas las estrategias de inversión. Los factores que contribuyeron a esta moderación fueron fuertes correcciones de los precios de los activos, la reducción forzosa de los niveles de apalancamiento y los ajustes de los márgenes de garantía, así como las repentinas prohibiciones de realizar ventas al descubierto por parte de las autoridades y los reembolsos de participaciones de los inversores. Aunque es sabido que el sector de fondos de inversión

libre ha reducido considerablemente sus niveles de endeudamiento desde el inicio de las perturbaciones en los mercados, disminuyendo con ello su exposición a nuevos ajustes de los márgenes de garantía o a recortes inesperados de sus líneas de crédito bancario, su exposición al riesgo de solicitudes de reembolso de participaciones por los inversores parece haberse incrementado en el 2008, ya que dichas solicitudes suelen ser sensibles a la evolución de estos fondos. De cara al futuro, si cada vez más fondos de inversión libre no consiguen retener a sus inversores, la posibilidad de que se sigan produciéndose ventas de grandes volúmenes de activos por parte del sector puede constituir una amenaza no desdeñable para la estabilidad de los mercados financieros.

### **EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL**

Las principales tendencias en lo que respecta a la evolución estructural del sector bancario de la UE son acordes con las observadas en años anteriores<sup>2</sup>. El proceso de concentración continuó, pese a mostrar signos de una desaceleración moderada. Las tendencias variaron en los quince Estados miembros más antiguos de la UE, mientras que el número de entidades de crédito en los países que se han incorporado a la UE desde el 2004 prácticamente no se modificó, con la notable excepción de Chipre, debido al proceso de concentración del sector bancario en curso. En conjunto, en el 2007, el número de entidades en la UE se redujo en 166 (de 8.514 a 8.384), mientras que la cifra correspondiente al año anterior fue de 175.

Al mismo tiempo, la estructura bancaria de la UE siguió estando dominada por las entidades de crédito nacionales (con una cuota de mercado del 71,3%), y el resto dividido equitativamente entre sucursales y filiales de entidades de crédito extranjeras. No obstante, se ha de poner de relieve que existen considerables diferencias entre países: los Estados miembros que se han incorporado recientemente se caracterizan por el predominio de entidades extranjeras, especialmente de aquellas con una entidad matriz

en uno de los Estados miembros de la UE más antiguos. Se ha de observar que, a diferencia de la situación imperante en el 2006, las sucursales de entidades de crédito extranjeras en la UE registraron un aumento en lo que respecta a la cuota de mercado en relación con los activos totales. Este es el caso, en particular, de los países que se han incorporado a la UE a partir del año 2004, en los que la cuota de mercado de las sucursales de entidades extranjeras aumentó aproximadamente 1 punto porcentual, mientras que la de las filiales registró un descenso de unos 4 puntos porcentuales.

En cuanto a las actividades de fusión y adquisición, el número total de operaciones se redujo en el 2007. No obstante, se registró un incremento considerable de las adquisiciones de bancos radicados en países no pertenecientes a la UE por parte de entidades de crédito de la UE, que superaron las cifras correspondientes a las operaciones internas de los tres últimos años. El valor de las operaciones de fusión y adquisición ha estado aumentando desde el 2003, siendo el 2007 el segundo año consecutivo en el que el valor total de este tipo de operaciones superó el máximo registrado en el 2000. La concentración aumentó, debido, por un lado, a la continuación de proceso de integración de los mercados y, por otro, al dinámico crecimiento de determinados grupos bancarios, en parte como resultado de las operaciones de fusión y adquisición realizadas. Se ha de observar que los sectores bancarios de los países más pequeños tienden a presentar niveles más elevados de concentración, con las notables excepciones de Austria y Luxemburgo, ya que el primero cuenta con una fuerte presencia de cajas de ahorro y cooperativas de crédito y el segundo acoge a un elevado número de entidades de crédito extranjeras.

Por último, la intermediación bancaria se vio reforzada, como pone de manifiesto el hecho de que la tasa de crecimiento de los activos totales de las entidades de crédito fuera superior a la

<sup>2</sup> Los datos de esta sección se han tomado del informe del BCE titulado «EU banking structures», que solo incluye datos hasta el año 2007.

del PIB. No obstante, a escala de la UE, el crecimiento de los activos totales (10,7%) en el 2007 se desaceleró, en comparación con años anteriores (2005: 13,7%; 2006: 11,9%)<sup>3</sup>. Se ha de observar que esta cifra agregada oculta fuertes fluctuaciones: los Estados miembros que se incorporaron recientemente registraron un crecimiento superior a la media, de casi el 25% en términos nominales, mientras que en el Reino Unido, cuyos activos del sector financiero representan aproximadamente una cuarta parte los activos del sector bancario de la UE, los activos totales aumentaron sólo un 2,3%. Con los cambios estructurales que se están produciendo en el sistema financiero y las tendencias descendentes en los fondos de inversión y los fondos de inversión libre, los principales bancos comerciales pasarán a desempeñar un papel más importante en la intermediación de créditos.

## 1.2 MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

En el 2008 se pusieron en marcha iniciativas a escala internacional y de la UE, con el fin de abordar las deficiencias del marco general de estabilidad financiera puestas de manifiesto por las turbulencias financieras.

En abril del 2008, el Foro sobre Estabilidad Financiera (FSF, en sus siglas en inglés) formuló recomendaciones para mejorar la capacidad de resistencia de los mercados y de las instituciones. En este contexto, se espera que las autoridades clarifiquen y refuercen los mecanismos nacionales y transfronterizos existentes para tratar con bancos con problemas, así como que revisen los sistemas de garantía de depósitos y, en caso necesario, los refuercen. Por lo que se refiere a los mecanismos de resolución de crisis bancarias y a la gestión de crisis transfronterizas, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, en sus siglas en inglés) realizó una revisión de las prácticas nacionales. Mientras, el Foro sobre Estabilidad Financiera está desarrollando un conjunto de principios de alto nivel para la gestión de crisis financieras.

En mayo del 2008, el Consejo ECOFIN actualizó el plan de actuación estratégico para reforzar los mecanismos de estabilidad financiera de la UE adoptado en octubre del 2007. De conformidad con este plan, el 1 de junio de 2008 entró en vigor el Acuerdo de Intenciones (*Memorandum of Understanding, MoU*, en sus siglas en inglés) sobre estabilidad financiera transfronteriza entre las autoridades de supervisión, los Ministerios de Economía y Hacienda y los bancos centrales de los Estados miembros de la UE<sup>4</sup>. El Comité de Supervisión Bancaria (BSC, en sus siglas en inglés) ha estado prestando asistencia a las autoridades competentes en la aplicación de este Convenio a través de un grupo de trabajo especializado que se ha centrado en la implementación del marco analítico común para valorar las implicaciones sistémicas de una crisis financiera. Además, el Comité de Supervisión Bancaria ha examinado los mecanismos más importantes de gestión de crisis actualmente vigentes en los Estados miembros, y ha realizado sugerencias sobre iniciativas para revisar los instrumentos a disposición de las autoridades.

En octubre del 2008, los Estados miembros de la UE adoptaron una serie de iniciativas con el fin de asegurar que las medidas nacionales de estabilización destinadas a poner fin a las turbulencias financieras no provoquen efectos de contagio negativos y que se respete la igualdad de trato entre países.

En primer lugar, el 7 de octubre, el Consejo ECOFIN decidió incrementar a 50.000 euros la

3 Se ha de observar que este análisis se basa en datos de balance. El análisis de las tendencias en lo que respecta a los activos totales se mejoraría si se dispusiera de datos de flujos de activos titulizados (colocados tanto pública como privadamente). La falta de datos sobre activos titulizados tiene menor impacto sobre el análisis de los países que se han incorporado a la UE desde el 2004, en los que la titulización de activos no está tan desarrollada. Además, para los países no pertenecientes a la zona del euro, las cifras no están ajustadas por tipo de cambio, de modo que la evolución podría estar parcialmente influenciada por variaciones del tipo de cambio entre las monedas nacionales y el euro.

4 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>



cobertura mínima de garantía de los depósitos de los particulares en la UE, durante al menos un año. En consecuencia, el 15 de octubre de 2008, la Comisión aprobó una propuesta de modificación de la Directiva sobre los sistemas de garantía de depósitos. Se prevé que la Directiva, con las modificaciones aprobadas por el Parlamento Europeo y por el Consejo de la UE, se publique en el Diario Oficial en torno a marzo del 2009. En particular, la Directiva ampliará a 50.000 euros la cobertura obligatoria de los depósitos de los particulares en junio del 2009 y a 100.000 euros a finales del 2010, salvo que la Comisión indique que sería improcedente hacerlo.

En segundo lugar, se definió un conjunto de «principios comunes de la UE», que se complementaron con directrices más precisas acordadas en la Cumbre de países de la zona del euro celebrada en París el 12 de octubre y que posteriormente fueron ratificados por los 27 Estados miembros en la reunión del Consejo Europeo de los días 15 y 16 de octubre. Estos principios establecían, entre otras cosas, los elementos comunes relacionados con la intervención de los Estados miembros, incluidas las garantías aplicadas a la financiación y recapitalización de entidades de crédito.

En el caso de las medidas encaminadas a respaldar a «bancos solventes pero con limitaciones de liquidez», se acordó que se podrían aportar garantías estatales para las nuevas emisiones de deuda preferente a medio plazo (hasta cinco años) de las entidades de crédito. Los criterios para determinar qué instituciones financieras pueden acceder a este sistema de garantías serán no discriminatorios e incluirán a las filiales de entidades extranjeras con un volumen considerable de operaciones en un Estado miembro de la UE. El sistema será asimismo limitado en el alcance, y su vigencia finalizará el 31 de diciembre de 2009. Se ha de destacar que en la declaración de París consta que los Gobiernos deben «trabajar en colaboración con el Banco Central Europeo, con el fin de asegurar la coherencia con la gestión de

la liquidez en el Eurosistema y la compatibilidad con su marco operativo».

En cuanto a las medidas de recapitalización, los Estados miembros decidieron proporcionar capital básico a instituciones financieras relevantes, por ejemplo mediante la adquisición de acciones preferentes. Aunque los Gobiernos se comprometieron a inyectar capital en cantidades suficientes cuando sea necesario, en general alentarán la obtención de capital privado.

En su reunión de los días 15 y 16 de octubre, el Consejo Europeo subrayó la importancia de los mecanismos de cooperación y anunció la creación de una «célula de crisis financiera». Esta célula, de la que forma parte el presidente del BCE, tiene por objeto mejorar la gestión de la crisis entre los Estados miembros de la UE a través de medidas entre las que se incluyen las alertas informales, el intercambio de información y un mecanismo de evaluación. Asimismo, el Consejo Europeo subrayó la importancia de que los supervisores nacionales se reúnan periódicamente.

Por último, en su reunión del 2 de diciembre de 2008, el Consejo ECOFIN subrayó expresamente la necesidad de implantar sin tardanza fórmulas nacionales de apoyo al sector bancario, en relación con las garantías y, en particular, los planes de recapitalización, e instó a la Comisión Europea a trabajar en estrecha coordinación con el BCE en estas cuestiones.

Con el fin de mejorar la estabilidad del sistema financiero y preservar la igualdad de trato, el Eurosistema publicó recomendaciones sobre las garantías estatales para los valores de renta fija de las entidades de crédito y sobre la determinación del precio de las recapitalizaciones bancarias. En diciembre del 2008, la Comisión Europea adoptó una Comunicación sobre la recapitalización de instituciones financieras, que también recogía las recomendaciones del BCE sobre este tema<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> La Comunicación se publicó en enero del 2009 (DO C 10, 15.1.2009), pp. 2-10.

En febrero del 2009, el Consejo ECOFIN acordó que, con el fin de proteger la estabilidad del sector bancario, la adopción de medidas para el tratamiento de activos deteriorados podría complementar, en casos concretos, las garantías estatales para los valores de renta fija y las recapitalizaciones de entidades de crédito. Estas medidas deberían ser coherentes con los principios establecidos en octubre del 2008, en particular en lo relativo a: i) salvaguardar la estabilidad financiera y restablecer la concesión de crédito y préstamos a la economía; ii) asegurar la igualdad de trato en el Mercado Único; y iii) contener el impacto sobre las finanzas públicas. La Comisión, en colaboración con el BCE, ha proporcionado orientaciones a escala de la UE en este ámbito.

## 2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

### 2.1 CUESTIONES GENERALES

Una vez concluida la revisión del marco Lamfalussy<sup>6</sup> sobre regulación y supervisión financieras, realizada por la Comisión Europea con contribuciones del Eurosistema, en el 2008, la atención se centró en la aplicación de las recomendaciones adoptadas por el Consejo ECOFIN en diciembre del 2007.

En primer lugar, los Comités de Nivel 3<sup>7</sup> modificaron sus respectivos estatutos, con el fin de introducir la posibilidad de aplicar un sistema de votación por mayoría cualificada. Aunque las decisiones de los comités no son legalmente vinculantes para sus miembros, quienes no las cumplan al menos deberían explicar públicamente los motivos de su decisión.

En segundo lugar, los Comités de Nivel 3 han reforzado la rendición de cuentas y han comenzado a enviar sus programas anuales de trabajo a la Comisión Europea, al Consejo de la UE y al Parlamento Europeo, con el fin de que puedan expresar su opinión sobre las prioridades más importantes y ofrecer asesoramiento político sobre la convergencia y la cooperación en el ámbito de la supervisión.

En tercer lugar, se pidió a los Estados miembros que incorporen una dimensión europea en los mandatos de las respectivas autoridades supervisoras nacionales. El BCE participó en los debates mantenidos por los distintos comités europeos acerca de cómo aplicar las recomendaciones del Consejo ECOFIN. El 14 de mayo de 2008, el Consejo ECOFIN solicitó a la Comisión que revisara las decisiones por las que se establecían los Comités de Nivel 3, con el fin de incluir funciones específicas que promuevan la convergencia y la cooperación en materia de supervisión. El 7 de noviembre de 2008, el Eurosistema adoptó un Dictamen sobre la revisión de la Decisión por la que se creaba el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS). Entre otras cosas, el BCE hizo observaciones acerca de la distribución adecuada del trabajo entre el CEBS y el BSC en lo que respecta a la valoración de los riesgos

del sector bancario de la UE. Mientras que, de conformidad con su mandato, el BSC se centra en identificar los principales riesgos prudenciales para el sistema financiero y el sector bancario, el CEBS concentra su trabajo en la identificación proactiva de riesgos específicos, en aspectos que son motivo de preocupación para los supervisores y en posibles acciones políticas.

Además de reforzar el marco Lamfalussy, las autoridades han puesto en marcha algunas iniciativas concretas a escala internacional y europea, con el fin de abordar preocupaciones de índole sistémica e identificar los posibles efectos a largo plazo de las propuestas políticas relacionadas con la revisión del actual marco regulador y supervisor. En el ámbito internacional, el Foro sobre Estabilidad Financiera comenzó a analizar los retos que afrontan los supervisores y los reguladores en lo que respecta a los posibles efectos procíclicos del marco de adecuación de capital, las prácticas seguidas en la dotación de provisiones para insolvencias, los sistemas de indemnización y los métodos de valoración aplicados por las instituciones financieras.

A escala de la UE, en octubre del 2008, el presidente de la Comisión Europea estableció un grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE formado por expertos independientes, que en febrero del 2009 presentó recomendaciones para el fortalecimiento de los mecanismos de supervisión europeos, que abarcarán a todos los sectores financieros<sup>8</sup>. En la reunión informal del Consejo ECOFIN celebrada los días 12 y 13 de septiembre se creó un grupo de trabajo en el que el BCE estaba representado, con el mandato

6 El enfoque Lamfalussy es un proceso de cuatro niveles para la adopción de legislación en materia de valores, banca y seguros. Para más información, véase el «Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets», 15 de febrero de 2001. Este informe se puede consultar en la dirección de la Comisión Europea en Internet. Véase también el Informe Anual del BCE 2003, p. 124.

7 El Nivel 3 del marco Lamfalussy se centra en reforzar la convergencia y la cooperación en materia de supervisión. Tres comités se encargan de realizar esta tarea: el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR), y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones Contributivas (CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

de valorar las distintas respuestas políticas que podrían contribuir a reducir las fluctuaciones cíclicas inherentes a las actividades del sistema financiero. Además, se solicitó al BCE que elaborara un informe periódico sobre la posible prociclicidad de los requerimientos de capital con arreglo a la Directiva de Requerimientos de Capital. A tal fin, el BCE trabaja en estrecha colaboración con el BSC y el CEBS, y a finales del 2008 preparó un informe preliminar basado en información cualitativa facilitada por las autoridades competentes, dado que todavía no se dispone de series de datos de supervisión.

## 2.2 SECTOR BANCARIO

### LA DIRECTIVA DE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

La Directiva de Requerimientos de Capital (DRC) tiene por objeto salvaguardar la solvencia financiera de las entidades de crédito y las empresas de inversión estableciendo una estrecha correlación entre los requerimientos de capital regulatorio y los riesgos subyacentes que afrontan estas instituciones. En octubre del 2008, la Comisión Europea aprobó una propuesta para modificar determinadas disposiciones de la DRC, con el fin de tomar en consideración las lecciones aprendidas de la crisis financiera, entre otros temas. Por lo que se refiere a la regulación de los grandes riesgos, se limitarán las exposiciones de las entidades frente a una única contraparte, lo que también provocará limitaciones en el mercado interbancario. Además, se introducirán criterios claros a escala de la UE para valorar la admisibilidad de capital híbrido, con el fin de mejorar la calidad de los recursos propios de las entidades de crédito. En el ámbito de la gestión de riesgos se revisará la gestión del riesgo de liquidez y el tratamiento de los productos titulizados. En cuanto a la primera, se han introducido disposiciones acordes con el trabajo que actualmente están realizando el BCBS y el CEBS. Por lo que se refiere al tratamiento de los productos titulizados, las nuevas disposiciones tienen por objeto aumentar la transparencia, reforzar las prácticas de gestión de riesgos tanto de las entidades originadoras como de los inversores, y adecuar mejor los incentivos en el

proceso de titulización. Por último, la propuesta de la Comisión prevé la creación de «colegios de supervisores» para todas las entidades de crédito transfronterizas y la clarificación del papel de las autoridades supervisoras competentes, con el fin de reforzar la supervisión de grupos bancarios transfronterizos. El BCE fue consultado sobre el borrador de propuesta de la Comisión, y en los comentarios que realizó aprovechó el trabajo llevado a cabo por el BSC, plasmado en dos informes que publicó en el cuarto trimestre del 2008.

En noviembre, el BSC publicó un informe sobre las técnicas de pruebas de estrés de liquidez y los planes de financiación de contingencia de las entidades de crédito de la UE. El informe contiene una descripción detallada de estas técnicas y planes, que presentan grandes diferencias entre las entidades de la UE. El informe también analiza la adecuación de las técnicas y los planes mencionados en lo que respecta a la absorción de perturbaciones de liquidez, en particular durante las turbulencias experimentadas en los mercados, y llega a la conclusión de que hay margen para mejorar en ambas áreas.

En diciembre, el BSC preparó un informe sobre el «modelo basado en originar para distribuir», en el que se analizaba su evolución en la época en la que su popularidad aumentó y en el contexto de las turbulencias registradas en los mercados financieros. El informe presenta la estructura de incentivos y los distintos conflictos de interés generados entre los participantes en el modelo, y propone soluciones de mercado y medidas de política que podrían desempeñar un destacado papel en la reducción de los efectos de los conflictos de interés.

### CONTABILIDAD

Las perturbaciones registradas en los mercados financieros han confirmado la importancia de las normas de contabilidad desde la perspectiva de la estabilidad financiera. En particular, cuestiones relacionadas con un aumento de la transparencia en lo que respecta a la exposición a productos estructurados, el tratamiento de los

vehículos fuera de balance y la contabilidad por el valor razonable cuando los mercados se vuelven inactivos o ilíquidos, han sido consideradas áreas que requieren atención en el plan estratégico del Consejo ECOFIN y por parte del Foro sobre Estabilidad Financiera.

En respuesta a una petición del Foro sobre Estabilidad Financiera, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) estableció un Panel Asesor de Expertos que cuenta con la participación del BCE y que publicó orientaciones sobre la aplicación de la contabilidad por el valor razonable cuando los mercados dejaron de estar activos al final de octubre del 2008.

Otro aspecto es el relacionado con la importancia de garantizar la igualdad de trato a nivel internacional en lo que respecta a las normas de contabilidad, en particular a ambos lados del Atlántico. En este contexto, el IASB adoptó decisiones con el objeto de armonizar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos (US-GAAP) en lo que se refiere a la reclasificación de activos entre carteras. Además, el IASB creó un Panel Asesor de Alto Nivel con el fin de que contribuya a garantizar que los problemas de información derivados de la crisis económica mundial se consideren a escala internacional y de manera coordinada. Por otra parte, la Comisión Europea identificó importantes divergencias entre las NIIF y los US-GAAP, e instó a los organismos responsables del establecimiento de normas contables a abordarlas como una cuestión prioritaria. Tras los dictámenes favorables del Consejo ECOFIN, del Parlamento Europeo y del Comité Europeo de Valores, el 12 de diciembre de 2008, la Comisión Europea decidió que los principios contables generalmente aceptados de Estados Unidos, Japón, China, Canadá, Corea del Sur e India se considerarían equivalentes a las NIIF a partir de enero del 2009. La Comisión anunció asimismo que realizaría un seguimiento de la situación y que informaría de sus conclusiones respecto a los cuatro últimos

países mencionados en el 2011 a más tardar. El BCE sigue de cerca la evolución de estas iniciativas.

### 2.3 VALORES

Desde el estallido de las turbulencias en los mercados financieros, las agencias de calificación crediticia han sido ampliamente criticadas por sus calificaciones iniciales de instrumentos financieros estructurados, debido a la percepción de que dichas calificaciones no reflejaban plenamente los riesgos inherentes a esos instrumentos. En el informe del Foro sobre Estabilidad Financiera sobre cómo reforzar la capacidad de resistencia de los mercados y de las instituciones, publicado el 7 de abril de 2008<sup>9</sup>, se ponían de relieve algunas de las deficiencias de los modelos y las metodologías de calificación crediticia y se formulaban recomendaciones con miras a la adopción de medidas que mejoren la calidad del proceso de calificación. Con el fin de abordar estas cuestiones, el 31 de julio de 2008, la Comisión Europea sometió a consulta un proyecto de reglamento sobre las agencias de calificación crediticia. Este proyecto aborda los criterios que se han de aplicar en relación con la autorización, el funcionamiento y la supervisión de las citadas agencias, y trata de garantizar que estas agencias cumplan estrictas normas de independencia, integridad y calidad en el desempeño de sus funciones. El Eurosistema respondió a la consulta pública el 25 de septiembre de 2008<sup>10</sup> acogiendo favorablemente, en general, el proyecto propuesto, y subrayó que un reglamento de la UE sobre agencias de calificación crediticia debería tratar de aumentar la transparencia del proceso de asignación de calificaciones, así como someterlas a un seguimiento continuo, asegurar que el marco regulador no interfiera en las calificaciones, y proteger la integridad y la independencia de las agencias abordando los conflictos de interés. El Eurosistema sugirió un marco regulador y

9 [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf)

10 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>

supervisor a escala de la UE con arreglo al cual la autorización y la supervisión de las agencias de calificación crediticia seguirían formalmente a cargo de las autoridades supervisoras nacionales, si bien ambas irían precedidas de un proceso de evaluación conjunta y acompañadas de un proceso de supervisión conjunta. El CESR podría participar en las tareas de coordinación de las autoridades nacionales competentes en relación con la autorización y la aplicación de medidas ejecutivas.

Por último, el Eurosistema puso de relieve que cualquier mecanismo de coordinación que se establezca para la regulación y la supervisión de las agencias de calificación crediticia debería contemplar la participación del Eurosistema, dado que ya ha establecido un sistema de evaluación del crédito que realiza un seguimiento del funcionamiento y las actividades de estas agencias en el contexto de la ejecución de las operaciones de política monetaria.

Una vez finalizada la consulta pública, la Comisión publicó una propuesta de reglamento sobre las agencias de calificación crediticia en noviembre del 2008.



### 3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema tiene un elevado interés en fomentar la integración financiera en Europa, dado que un sistema financiero integrado propicia la transmisión fluida y efectiva de la política monetaria en la zona del euro y facilita la tarea encomendada al Eurosistema de mantener la estabilidad financiera. La integración financiera, uno de los objetivos prioritarios de la UE, favorece también el buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación de valores, y puede contribuir a promover el desarrollo del sistema financiero y, con ello, a impulsar el crecimiento económico.

El Eurosistema distingue cuatro tipos de actividades a través de las cuales contribuye a fomentar la integración financiera europea: i) propugnar una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera y realizar un seguimiento de los avances logrados en este sentido, ii) actuar como catalizador de las acciones colectivas del sector privado, iii) brindar asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y sobre la adopción directa de disposiciones legales, y (iv) prestar servicios de banco central encaminados también a fomentar la integración financiera. El BCE prosiguió sus actividades en estos cuatro ámbitos a lo largo del año 2008.

#### IMPORTANCIA Y SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En abril del 2008, el BCE presentó su segundo informe anual sobre integración financiera en Europa, titulado «Financial integration in Europe»<sup>11</sup>. 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. En primer lugar, el informe presenta la valoración del BCE del estado de la integración financiera de la zona del euro, basada en un conjunto de indicadores cuantitativos que también se publican semestralmente en la dirección del BCE en Internet. En el 2008, el conjunto de indicadores utilizado se amplió, con el fin de incluir la infraestructura de mercado europea. El informe también incluye valoraciones exhaustivas de

temas específicos, elegidos en función de su importancia para la agenda de integración financiera de la UE y de su relevancia para las funciones del BCE. En el 2008, estas valoraciones específicas se centraron en cuatro temas: conceptos y medidas del desarrollo financiero, la iniciativa de valores a corto plazo europeos (*Short-Term European Paper* – STEP), la integración y el desarrollo de los mercados hipotecarios en Europa, y la integración de los sistemas de grandes pagos y las operaciones con valores. Por último, el informe describe las actividades del Eurosistema que han contribuido al objetivo de avanzar en la integración y el desarrollo de los mercados financieros en Europa durante el año pasado.

Dado que se prevé que la integración financiera tenga repercusiones para el desarrollo del sistema financiero y para el crecimiento económico, los trabajos del BCE en este ámbito están estrechamente relacionados con la valoración más general que realiza de los factores determinantes del funcionamiento de los sistemas financieros. Los trabajos en este área prosiguieron en el 2008<sup>12</sup> y tuvieron por objeto establecer un marco conceptual que realice un seguimiento y evalúe periódicamente las posibles fricciones existentes en los sistemas financieros.

En el 2008, el BCE también continuó participando en la Red de Investigación sobre los Mercados de Capital y la Integración Financiera en Europa, que gestiona conjuntamente con el Center for Financial Studies de la Universidad de Fráncfort del Meno. La red prosiguió su programa de conferencias con representantes de la comunidad académica, participantes en los mercados y responsables de la política económica, con la participación activa de los BCN. La red concluyó la segunda fase de sus trabajos en el 2008, culminando en el segundo simposio sobre «Mercados de capitales e

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>.

12 Para más información, véase la sección titulada «Financial development: concepts and measures», en el capítulo 2 del informe «Financial integration in Europe», abril 2008.

integración financiera en Europa», celebrado en Fráncfort los días 13 y 14 de febrero. La tercera fase comenzó con la undécima conferencia de la red, organizada por el Česká národní banka y celebrada en Praga los días 20 y 21 de octubre de 2008. La conferencia se centró en el tema «El mercado de servicios financieros al por menor: desarrollo, integración y efectos económicos». Al igual que en años anteriores, en el 2008, 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 las prácticas de gobierno de los sistemas financieros, y la integración del sistema financiero europeo en los mercados de capitales mundiales.

#### **CATALIZADOR DE LAS ACTIVIDADES DEL SECTOR PRIVADO**

Los avances en la integración financiera europea dependen, en gran medida, de las iniciativas del sector privado encaminadas a aprovechar las oportunidades existentes para el negocio transfronterizo. Las autoridades apoyan los esfuerzos de este sector.

En el 2008, el Eurosistema continuó respaldando firmemente la creación de una Zona Única de Pagos en Euros (*Single Euro Payments Area*, SEPA), en la que los particulares, las empresas y las Administraciones Públicas puedan efectuar pagos en euros en toda la zona del euro y en los demás países de la SEPA sin utilizar efectivo, desde una sola cuenta situada en cualquier lugar de la zona SEPA y mediante un único conjunto de instrumentos de pago, con la misma facilidad, eficiencia y seguridad con las que actualmente se realizan en el ámbito nacional. La SEPA constituye un paso hacia la integración del mercado de pagos europeo, que reportará importantes beneficios económicos a la sociedad, y es asimismo la consecuencia lógica de la introducción del

euro en un grupo de, actualmente, 16 países europeos.

La implantación con éxito de las Transferencias SEPA en enero del 2008 fue el primer hito importante del proyecto. Desde entonces, los primeros beneficios de la SEPA se han materializado para las entidades de crédito y, lo que es más importante, han empezado a ser percibidos por los usuarios finales de los servicios de pago. El Eurosistema ha pedido a los operadores de las infraestructuras de pago que evalúen periódicamente su grado de cumplimiento con los requisitos de conformidad a la SEPA. La mayoría de las cámaras de compensación automatizadas que procesan transferencias en euros cumplen ya los requisitos de las transferencias SEPA, y varias cámaras han pasado de ofrecer solamente servicios nacionales a proporcionar servicios paneuropeos. No obstante, como se señala en el sexto informe sobre la SEPA publicado por el Eurosistema en noviembre del 2008, el proceso de migración todavía avanza con demasiada lentitud y deben adoptarse medidas para acelerarlo.

En enero del 2008 se puso en marcha también el marco SEPA para las tarjetas de pago, aunque será necesario realizar un mayor esfuerzo en este ámbito. Dicho marco deberá ofrecer más alternativas y aumentar la eficiencia, mediante la eliminación gradual de las barreras legales y técnicas y de los impedimentos impuestos por la propia red, y también mediante el fomento de la competencia en la emisión, adquisición, aceptación y procesamiento de las tarjetas. La migración a las tarjetas con chip y número de identificación personal (PIN), elemento fundamental de la SEPA, avanzó adecuadamente en el 2008. Varias redes de tarjetas adaptaron sus normas a los requisitos de la SEPA. Sin embargo, persisten dudas respecto a si todas las redes de tarjetas han separado efectivamente las actividades de procesamiento y las funciones de gestión de la red. El Eurosistema espera que en los próximos años se cree al menos otra red europea de tarjetas adicional que, cubriendo los requisitos del Eurosistema, responda a las necesidades

de titulares de tarjetas, entidades de crédito, comerciantes y autoridades de defensa de la competencia. El Eurosistema lleva debatiendo esta cuestión con importantes entidades de crédito europeas y otros interesados desde abril del 2008, y ha observado un apoyo creciente por parte de estos agentes. Actualmente existen varias iniciativas de mercado dirigidas a crear esta red europea de tarjetas, lo que en opinión del Eurosistema es una señal clara de que el mercado reconoce la necesidad de dicha red.

Prosiguieron los preparativos para la implantación de los adeudos directos SEPA el 1 de noviembre de 2009, lo que se tradujo en la adopción de dos conjuntos de normas de funcionamiento, uno para el servicio básico y otro para el servicio entre empresas. Sin embargo, la puesta en marcha del nuevo instrumento todavía está rodeada de incertidumbre debido a problemas que habrán de resolverse urgentemente, especialmente los relacionados con la aplicación de una comisión multilateral de intercambio. Para poder implantar el nuevo instrumento en los plazos previstos, en septiembre del 2008, el BCE, tras consultar a la Comisión Europea, sugirió una solución provisional, que consistiría en aplicar las comisiones multilaterales de intercambio existentes a los adeudos directos SEPA. Durante un período transitorio de unos pocos años, las entidades de crédito deberían cambiar sus modelos de negocio e informar debidamente a sus clientes al respecto. El Eurosistema continuó trabajando para garantizar la puesta en marcha de estos nuevos servicios de pago en los plazos establecidos a escala europea. En este contexto, en el sexto informe sobre la SEPA se indican las prioridades, y se anima a seguir trabajando en este proyecto.

El mercado de valores a corto plazo en Europa es un mercado básicamente doméstico. La iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*), desarrollada por participantes en el mercado bajo los auspicios de la Federación Bancaria Europea y la ACI (Asociación de los Mercados Financieros), y dirigida por el Comité del

Mercado STEP, ha abordado esta carencia en la integración financiera europea mediante la elaboración de un conjunto básico de normas y prácticas de mercado consensuadas, que los participantes en el mercado cumplen de forma voluntaria.

El Eurosistema ha respaldado la iniciativa STEP desde sus comienzos en el 2001, al facilitar la interacción entre los participantes en el mercado. Con ello, ha contribuido al desarrollo de la Convención del Mercado STEP y a lograr una mayor concienciación general de la iniciativa por parte del público. Tras la puesta en marcha con éxito del mercado STEP en junio del 2006, el Eurosistema ha continuado contribuyendo a esta iniciativa en dos áreas. En primer lugar, el BCE publica estadísticas del mercado STEP y, en segundo lugar, proporciona asistencia técnica a la Secretaría de STEP, en relación con la etiqueta STEP. Esta asistencia es un acuerdo temporal que concluirá en junio del 2010.

El Comité del Mercado STEP ha puesto en marcha una revisión de la Convención del Mercado STEP, con el objeto de facilitar su aplicación técnica por un mayor número de mercados, al tiempo que se preservan, o incluso se mejoran, las normas de la Convención. El BCE acoge positivamente esta revisión. En primer lugar, la Convención del Mercado debe adaptarse a la evolución de los mercados. En segundo lugar, se trata de una buena oportunidad para hacer balance de los procesos y procedimientos aplicados desde la puesta en funcionamiento del mercado STEP en junio del 2006, e introducir las mejoras que se consideren necesarias en la Convención del Mercado.

El BCE publica estadísticas diarias de rendimientos de las nuevas emisiones de valores STEP denominadas en euros, así como estadísticas mensuales de volúmenes de valores de renta fija STEP. Pese a la adversa situación en los mercados, el saldo vivo total de los valores STEP de renta fija se incrementó un 24% (en términos interanuales) en el cuarto trimestre del 2008.

## **ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO LEGISLATIVO Y REGULADOR DEL SISTEMA FINANCIERO Y SOBRE LA ADOPCIÓN DIRECTA DE DISPOSICIONES LEGALES**

El Eurosistema contribuye regularmente al desarrollo del marco legislativo y regulador de la UE, brindando asesoramiento sobre las principales iniciativas políticas en curso.

En lo que respecta al marco de supervisión financiera de la UE, en el 2008 la actividad se centró en la continuación de la revisión del marco Lamfalussy, a la que contribuyó el Eurosistema (véase también la sección 2 de este capítulo). Además, como parte de las funciones consultivas que le son atribuidas en el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el BCE presta asesoramiento regularmente sobre las propuestas relativas a legislación de la Comisión Europea (véase también la sección 2).

El BCE proporcionó asesoramiento en temas relacionados con la integración de los sistemas de liquidación de valores y de los sistemas de pago. En particular, estuvo estrechamente involucrado en los trabajos relacionados con el «Código de Conducta para la compensación y liquidación de valores». El objetivo de este código es fomentar la competencia sobre la base de la transparencia de los precios, el acceso y la interoperabilidad, y la oferta separada de servicios y la separación contable. Como el Código es un instrumento autorregulador, se ha establecido un estricto mecanismo de seguimiento para garantizar que todas las medidas se apliquen correctamente y en los plazos previstos. El mecanismo se basa en la actividad de auditores externos y de un grupo de seguimiento ad hoc formado por la Comisión Europea, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR, en sus siglas en inglés) y el BCE. El grupo de seguimiento se reunió en cuatro ocasiones en el 2008. El BCE y la Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores realizaron un estudio sobre la transparencia de los precios y formularon sugerencias sobre cómo mejorar la comparabilidad de precios.

Dado que, en última instancia, el Código de Conducta tiene por objeto establecer la libertad

de elección, debe complementarse con la supresión total de las «barreras Giovannini» para una compensación y liquidación eficientes (llamadas así por el grupo que las identificó en el 2001), resultantes de diferencias en los estándares técnicos y en las prácticas de negocio, de la inseguridad jurídica y de diferencias en los procedimientos fiscales. El BCE siguió participando en los trabajos del Grupo Consultivo y de Seguimiento sobre Compensación y Liquidación (CESAME, en sus siglas en inglés), que se ocupa de la supresión del primer conjunto de barreras. El BCE también continuó participando en el Grupo sobre Seguridad Jurídica, que en agosto del 2008 presentó quince recomendaciones sobre la eliminación de las barreras legales relativas a la post-negociación.

Dado que la armonización de marco jurídico europeo constituye la base de la SEPA, el Eurosistema se ha interesado activamente por la legislación comunitaria en este ámbito. La Directiva sobre Servicios de Pago<sup>13</sup> fue adoptada formalmente en noviembre del 2007. Según la Comisión Europea, los Estados miembros van por buen camino en sus trabajos para transponer la Directiva a la legislación nacional antes de la fecha límite, el 1 de noviembre de 2009. El BCE participa en el grupo de trabajo de la Comisión para la transposición de la Directiva. La revisión del Reglamento (CE) n° 2560/2001 sobre pagos transfronterizos en euros<sup>14</sup> también tiene importantes consecuencias para la SEPA, y especialmente para los adeudos directos SEPA. Es sabido que la adopción del Reglamento constituyó el punto de partida para la implantación de la SEPA por parte del sector bancario en el 2002. La Comisión Europea ha preparado una propuesta<sup>15</sup> que tiene por objeto adaptar el

13 Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE, y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE.

14 Reglamento (CE) n° 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre pagos transfronterizos en euros.

15 Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm)

Reglamento al entorno actual de los servicios de pago, por ejemplo mediante la ampliación de su ámbito de aplicación para incluir los adeudos directos. Esto significa que los precios para adeudos directos SEPA transfronterizos no pueden ser superiores a los correspondientes a los adeudos directos nacionales. El BCE ha participado en los trabajos de la Comisión sobre la propuesta de Reglamento y ha publicado un Dictamen en relación con este tema<sup>16</sup>.

El BCE también ha participado en los preparativos de la Comisión para revisar la Directiva sobre Dinero Electrónico, que establece el marco legal de las actividades de las entidades de dinero electrónico<sup>17</sup>. La Comisión afirma que la emisión y uso del dinero electrónico no están aumentando como se esperaba y, por tanto, sugiere modificar la Directiva. El BCE acoge positivamente la revisión, aunque algunas partes de la propuesta de la Comisión constituyen un motivo de preocupación, especialmente en lo que respecta al marco de supervisión prudencial y el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico<sup>18</sup>.

#### **PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCO CENTRAL ENCAMINADOS A FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA**

TARGET2, la segunda generación del sistema de grandes pagos del Eurosistema, se puso en marcha con éxito el 19 de noviembre de 2007, reemplazando totalmente a la primera generación de TARGET el 19 de mayo de 2008. El nuevo sistema está diseñado para proporcionar a los mercados monetarios y financieros de la zona del euro un mecanismo de liquidación eficaz y seguro para la liquidación en tiempo real de pagos en euros en dinero de banco central. TARGET2 representa una contribución decisiva del Eurosistema al proceso de integración financiera en Europa. Es la primera infraestructura de mercado totalmente integrada y armonizada a escala europea, y ha solucionado la fragmentación existente anteriormente en la gestión de la liquidez facilitada por los bancos centrales y en la liquidación de grandes pagos. Las características del nuevo sistema han facilitado e impulsado cambios en la

organización de entidades de crédito que operan en varios países europeos, permitiéndoles racionalizar las funciones de procesamiento, y consolidar su gestión de la liquidez en euros (véase sección 2.1 del capítulo 2).

Por otra parte, el Eurosistema y los participantes en el mercado continuaron trabajando en el proyecto TARGET2-Securities (T2S). T2S será una plataforma multivisa usada por los depositarios centrales de valores europeos para la liquidación de operaciones de valores en dinero de banco central. El 17 de julio de 2008, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha el proyecto T2S y confiar su desarrollo y funcionamiento al Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France y la Banca d'Italia. Al ofrecer servicios de liquidación armonizados, sin fronteras y neutrales en euros y en otras monedas, T2S será un gran paso adelante en la consecución de un mercado de valores integrado y una importante contribución a la integración financiera en Europa (véase sección 2.2 del capítulo 2).

Por último, en el ámbito de la gestión de los activos de garantía, en julio del 2008, el Consejo de Gobierno decidió desarrollar una plataforma compartida única (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 entidades de contrapartida. El Consejo de Gobierno encomendó al Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y al De Nederlandsche Bank el desarrollo y el funcionamiento de esta plataforma en nombre del Eurosistema. La plataforma se está desarrollando en estrecha colaboración con los participantes del mercado (véase sección 2.3 del capítulo 2).

16 Dictamen sobre un nuevo reglamento sobre pagos transfronterizos en la Comunidad (CON/2009/1).

17 Véase [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm)

18 Dictamen sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades (CON/2008/84).



## 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 para el adecuado funcionamiento de las economías de mercado y para un intercambio eficiente de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros. Su buen funcionamiento es clave para la ejecución de la política monetaria de los bancos centrales y para mantener la estabilidad y la confianza en la moneda, el sistema financiero y la economía en general.

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 y de las entidades de contrapartida central que operan en euros, mediante la aplicación, entre otras cosas, de unos estándares y requisitos mínimos. A través de sus tareas de vigilancia, el Eurosistema se propone, en particular, mantener la estabilidad sistémica de los sistemas de pago, reduciendo la exposición al riesgo sistémico. En este contexto, la vigilancia se centra en cada uno de los sistemas de pago y de liquidación de valores y, dadas las interdependencias existentes entre todos ellos, también se extiende a la infraestructura de mercado en su conjunto. Los instrumentos de pago están también sometidos a la vigilancia del Eurosistema, especialmente en lo que respecta a su seguridad y eficiencia.

El Tratado asigna funciones de vigilancia al Eurosistema. En aras de la eficiencia, el BCE y los BCN del Eurosistema desempeñan estas funciones de manera que el Eurosistema pueda beneficiarse de su estructura descentralizada, a la vez que se asegura la ejecución coordinada de las actividades de vigilancia y la aplicación uniforme de sus políticas. Las políticas y los requisitos de vigilancia del Eurosistema recogen los estándares internacionales, cuyos detalles se adaptan para responder a las condiciones y necesidades específicas del propio Eurosistema.

### 4.1 SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS Y PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFRAESTRUCTURAS

El Eurosistema desempeña sus tareas de vigilancia sobre todos los sistemas de grandes

pagos que liquidan operaciones en euros, incluidos aquellos en los que actúa como gestor. El Eurosistema aplica los mismos criterios de vigilancia a sus propios sistemas y a los sistemas privados. Estos criterios son los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica, definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés) del G-10, y adoptados por el Consejo de Gobierno en el 2001. Estos principios se complementan con los criterios de continuidad operativa para la vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica, del Eurosistema, que fueron adoptados por el Consejo de Gobierno en el 2006 y que todos los sistemas de pago sistémicamente importantes de la zona del euro habrán de aplicar antes de junio del 2009.

Las principales infraestructuras de pago que liquidan operaciones en euros (TARGET2, EURO1 y CLS), los proveedores de servicios de infraestructuras (como SWIFT) y las infraestructuras de compensación y liquidación de valores en euros superaron con éxito los problemas derivados de las turbulencias financieras que prosiguieron en el 2008. Desde la perspectiva de la vigilancia, se extrajeron varias enseñanzas de estos acontecimientos, especialmente en relación con la importancia de gestionar adecuadamente la capacidad de procesamiento por parte de los operadores de los sistemas y de disponer de marcos claramente definidos para la comunicación entre los responsables de la vigilancia, otras autoridades competentes y los proveedores de servicios de mercado en caso de crisis.

#### TARGET2

La transición gradual de TARGET a TARGET2, que comenzó en noviembre del 2007, concluyó satisfactoriamente y en las fechas previstas, cuando el tercer y último grupo de comunidades bancarias nacionales se conectó sin contratiempos a TARGET2 el 19 de mayo de 2008. Todas las tareas de vigilancia de TARGET2 están dirigidas y coordinadas por el BCE, que actúa en estrecha colaboración con los BCN participantes. Estos



últimos son responsables de la vigilancia de los componentes locales de TARGET2 y contribuyen, de forma voluntaria, a la vigilancia de los componentes centrales del sistema.

A principios del 2007, cuando TARGET2 se hallaba todavía en fase de desarrollo, los responsables de la vigilancia del sistema iniciaron una evaluación exhaustiva del diseño de TARGET2 en relación con los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica y con los criterios de continuidad operativa para la vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica. Los primeros resultados de la evaluación fueron alentadores y a finales del 2007 permitieron concluir que TARGET2 cumpliría, con toda probabilidad, todos los Principios Básicos pertinentes, siempre que el gestor del sistema diera respuesta a una serie de observaciones, mediante un plan de acción concertado, que se llevaría a cabo a lo largo del 2008. En noviembre del 2008, el gestor del sistema presentó a los responsables de la vigilancia un informe en el que explicaba de qué forma se habían tratado los puntos incluidos en el plan de acción. Tras examinar el informe y las medidas adoptadas por el gestor, en marzo del 2009, los responsables de la vigilancia de TARGET2 presentaron a los órganos de gobierno del BCE una evaluación final del diseño de TARGET2 desde el punto de vista de la vigilancia. Se podrá consultar una versión pública del informe en el que se dará a conocer esta evaluación.

Los responsables de la vigilancia de TARGET2 consideran que el funcionamiento del sistema ha respondido a las expectativas. Sólo un incidente significativo, ocurrido el 30 de junio de 2008, requirió su atención e intervención. Se formularon unas recomendaciones de vigilancia al gestor del sistema y se adoptaron las medidas correspondientes para solventar la situación.

#### **EURO I**

EURO1 es un sistema de grandes pagos para operaciones nacionales y transfronterizas en euros entre entidades de crédito que operan en la UE. El sistema está gestionado por EBA

CLEARING, la sociedad de compensación de la Asociación Bancaria del Euro. EURO1 es un sistema multilateral de liquidación neta y 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 el 2008, la vigilancia de EURO1 se centró, entre otras cosas, en la migración de la liquidación de las posiciones de fin de día a TARGET2, que se llevó a cabo sin problemas en mayo del citado año, cuando el anterior sistema TARGET dejó de existir.

El 7 de julio de 2008, en el marco del mecanismo de gestión flexible de la capacidad de liquidación (*Flexible Settlement Capability*), conocido también como puente de liquidez, EBA CLEARING introdujo dos ventanas adicionales de distribución de liquidez en EURO1: una a las 13.00 h. y otra a las 15.30 h. El puente de liquidez facilita el procesamiento de aquellos pagos que, de otro modo, habrían de quedarse en espera cuando las entidades bancarias alcanzasen sus límites de débito o de crédito en EURO1. Las dos ventanas de distribución de liquidez adicionales, que tienen por objeto reducir el saldo mantenido en la cuenta reservada de EURO1 en TARGET2 y maximizar el reciclaje de la liquidez depositada en tales cuentas, fueron acogidas favorablemente por los responsables de la vigilancia desde la perspectiva tanto de EURO1 como de TARGET2.

#### **SISTEMA CLS**

El sistema CLS (*Continuous Linked Settlement*) ofrece un servicio multidivisa de liquidación en firme de órdenes de pago relacionadas con operaciones de divisas. Al realizar la liquidación de forma simultánea mediante el mecanismo de pago contra pago, este sistema elimina prácticamente el riesgo de liquidación de las operaciones de divisas, es decir, el riesgo de que una de las dos partes que intervienen en la operación pague la divisa que ha vendido pero no reciba la divisa que ha comprado.

Creado en el 2002, el sistema CLS realizaba inicialmente la liquidación de operaciones de

divisas en siete de las principales divisas del mundo, incluido el euro. Tras ser aprobado por los responsables de la vigilancia del sistema, CLS incluyó en el 2008 el peso mexicano y el shekel israelí, de modo que en la actualidad el sistema CLS liquida diecisiete divisas. Además, CLS proporciona servicios de liquidación de órdenes de pago que implican una sola moneda y que están asociadas a determinados instrumentos financieros, como los derivados de crédito OTC y las operaciones a plazo no entregables<sup>19</sup>.

CLS está gestionado por CLS Bank International (CLS Bank), que tiene su sede en Nueva York, y es propiedad de entidades de crédito del sector privado y de otras instituciones financieras. En virtud de un acuerdo de vigilancia cooperativa en el que participan los bancos centrales del G-10 y los de los países cuyas monedas se liquidan a través del sistema CLS, la Reserva Federal asume la responsabilidad de ser el principal vigilante de CLS. A tenor del mismo acuerdo y en estrecha colaboración con los BCN de la zona del euro, el BCE asume dicha responsabilidad en relación con la liquidación de las operaciones en euros a través de CLS.

En términos de importe de las operaciones, CLS es el mayor sistema de liquidación de pagos en euros fuera de la zona del euro. En consecuencia, para el Eurosistema es fundamental que CLS mantenga un nivel adecuado de seguridad y eficiencia y que cumpla los principios del Eurosistema<sup>20</sup>. En diciembre del 2008, el sistema CLS liquidó una media diaria de 473.000 operaciones de divisas, por un importe medio diario equivalente a 3,3 billones de euros<sup>21</sup>. Se trata de un aumento significativo del número de operaciones en relación con diciembre del 2007, mes en el que CLS procesó una media diaria de 381.436 operaciones, por un importe medio diario equivalente a 2,9 billones de euros. Con una cuota en torno al 21% de todas las operaciones liquidadas a través del sistema CLS, el euro ha seguido siendo la divisa más liquidada después del dólar estadounidense (alrededor del 44%). En el 2008, el importe medio de las operaciones en euros liquidadas diariamente por el sistema CLS fue de 560 mm de euros.

En el 2008, el BPI publicó un informe titulado «Progress in reducing foreign exchange settlement risk»<sup>22</sup>. El informe, en el que participó el Eurosistema, indica que la estrategia común a largo plazo aprobada en 1996 por los bancos centrales del G-10 ha reducido de forma significativa el riesgo sistémico derivado de la forma en la que se liquidan las operaciones de divisas. Sin embargo, el informe señala también que las distintas entidades, los grupos sectoriales y los bancos centrales pueden y deben adoptar medidas adicionales para hacer frente a los riesgos todavía existentes y para evitar eventuales retrocesos en los avances realizados.

#### SWIFT

El BCE participa, junto con los demás bancos centrales del G-10, en la vigilancia cooperativa de SWIFT, cuya responsabilidad principal corre a cargo del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. La vigilancia cooperativa de SWIFT por parte del G-10 se centra en los objetivos de seguridad, fiabilidad operativa, continuidad de las operaciones y capacidad de resistencia de la infraestructura de SWIFT. A lo largo del 2008, el grupo responsable de la vigilancia fue comprobando si SWIFT cumplía estos objetivos asegurando la existencia de mecanismos de gobierno, estructuras, procesos, procedimientos de gestión de riesgos y controles, que le permitan gestionar de manera efectiva los riesgos potenciales para el buen funcionamiento de las infraestructuras de mercado que utilizan SWIFT y para la estabilidad financiera en general.

19 Definidas como operaciones a plazo en divisas con «liquidación neta del efectivo», mediante las cuales dos partes acuerdan realizar dos operaciones nocionales en divisas y liquidar la diferencia entre las mismas en efectivo y en una divisa convenida. Las partes que intervienen en las operaciones a plazo no entregables no intercambian físicamente las divisas acordadas en las dos operaciones nocionales.

20 «The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions», BCE, julio 2007.

21 La liquidación en efectivo de cada operación de divisas supone dos transacciones, una en cada una de las monedas que participan en la operación. Así, en diciembre del 2008, CLS liquidó 236.396 operaciones, por un importe medio diario equivalente a 1,65 billones de euros.

22 <http://www.bis.org/publ/cpss83.htm>

En el 2008, los responsables de la vigilancia de SWIFT estudiaron con especial atención el proyecto de la sociedad de reorganizarse en una infraestructura de mensajería multizona. SWIFT creará dos zonas de procesamiento de mensajes: una zona transatlántica y una europea, con el objetivo de aumentar la capacidad de procesamiento y resistencia de su infraestructura y de cumplir los requisitos europeos de protección de datos. El proyecto se llevará a cabo en dos fases, que habrán de concluir en el 2010 y el 2013, respectivamente. La sociedad creará un nuevo centro internacional de operaciones, situado en Europa, para atender tanto a la zona transatlántica como a la europea. Los clientes europeos de SWIFT quedarán automáticamente asignados a la zona europea, y todas las operaciones que realicen en Europa se procesarán y almacenarán en Europa. Las autoridades responsables de la vigilancia están analizando los procesos previstos por SWIFT para el diseño y la puesta en marcha de esta infraestructura, al tiempo que continúan realizando un estrecho seguimiento de la disponibilidad y de la capacidad de resistencia de los servicios de SWIFT, que son básicos para el mantenimiento de la estabilidad financiera mundial.

#### 4.2 SISTEMAS E INSTRUMENTOS DE PEQUEÑOS PAGOS

El Eurosistema extiende su vigilancia a los sistemas e instrumentos de pequeños pagos. Como en años anteriores, en el 2008 el BCE realizó un seguimiento del funcionamiento de STEP2, un sistema de pequeños pagos en euros transfronterizos y, en medida creciente, también nacionales, gestionado por EBA CLEARING. En el 2008, el sistema incorporó una serie de cambios, que hubieron de evaluarse en relación con los estándares de vigilancia aplicables.

En el marco de la Zona Única de Pagos en Euros (*Single Euro Payments Area*, SEPA), el 28 de enero de 2008 EBA CLEARING implantó en STEP2 un servicio de procesamiento de las transferencias SEPA, conforme a las normas

establecidas en el documento titulado «SEPA credit transfer scheme rulebook» del Consejo Europeo de Pagos (EPC, en sus siglas en inglés). En mayo del mismo año, para hacer frente a las demandas derivadas de la migración de las operaciones nacionales de los países de la zona del euro a este nuevo servicio, se introdujo un ciclo intradía adicional para las transferencias SEPA. El 8 de diciembre de 2008 se produjo un cambio significativo en el sistema, cuando la liquidación final del servicio de transferencias SEPA pasó a realizarse en TARGET2. Antes de esa fecha, la liquidación del servicio de transferencias se realizaba en EURO1, sistema que sigue liquidando los demás servicios de STEP2. Estos cambios no afectaron al cumplimiento de los estándares de vigilancia aplicables por parte de STEP2.

En enero del 2008, el Consejo de Gobierno aprobó el marco de vigilancia para las redes de tarjetas de pago que operan en la zona del euro, teniendo en cuenta los comentarios recibidos en respuesta a la consulta pública realizada en el 2007. En mayo del 2008, el Eurosistema inició la evaluación de las citadas redes para comprobar que se ajusten a los nuevos estándares de vigilancia. La evaluación abarca 26 redes de tarjetas, de las cuales cuatro son internacionales. Las redes internacionales de tarjetas están siendo examinadas por grupos de evaluación cooperativa, integrados por un banco central responsable principal de la vigilancia, y otros bancos centrales que participan voluntariamente<sup>23</sup>. Las evaluaciones de las distintas redes nacionales e internacionales de tarjetas serán revisadas para garantizar la aplicación uniforme de los estándares de vigilancia. Los principales resultados a escala agregada de este examen se publicarán en un informe de evaluación general.

En el 2008, el Eurosistema comenzó a elaborar marcos de vigilancia para los nuevos

<sup>23</sup> El BCE es el responsable principal de la vigilancia de VISA, American Express y Diners/Discover por parte del Eurosistema, y participa como miembro del grupo de evaluación en la vigilancia cooperativa de MasterCard. El Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique es el banco central responsable principal de la vigilancia de esta red.

instrumentos de pago SEPA desarrollados por el EPC, es decir, el esquema de transferencias, implantado el 28 de enero de 2008, y el esquema de adeudos directos, cuya implantación está prevista para el 2009. Una vez definidos los marcos de vigilancia está previsto iniciar un proceso de consulta pública sobre los mismos.

### **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.

El Eurosistema evalúa los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona del euro, así como los enlaces entre esos SLV, para determinar su nivel de cumplimiento de los estándares que la propia institución ha establecido en su calidad de usuario de estos sistemas<sup>24</sup>. Los SLV y los enlaces quedan admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen estos estándares, en relación con los cuales el Eurosistema evalúa también SLV y enlaces nuevos o actualizaciones importantes de sistemas ya admitidos.

En el 2008, se evaluaron un nuevo sistema (VP Lux) y un nuevo enlace indirecto, considerándose que cumplían los estándares del Eurosistema como usuario. Con vistas a la incorporación de Eslovaquia a la zona del euro el 1 de enero de 2009, el Consejo de Gobierno evaluó también el SLV de ese país. La evaluación confirmó que el SLV cumple los estándares del Eurosistema como usuario, por lo que queda admitido para las operaciones de política monetaria y de crédito intradía del Eurosistema. Por otro lado, el Eurosistema realizó también su primera evaluación exhaustiva de todos los SLV y todos los enlaces directos e indirectos ya admitidos, y

se espera que los resultados de dicha evaluación estén disponibles en la primavera del 2009.

En el 2008, el Eurosistema evaluó un nuevo acuerdo de custodia para los valores de renta fija internacionales representados mediante un certificado global al portador, emitidos conjuntamente por los dos depositarios centrales de valores internacionales (DCVI), Euroclear Bank (Belgium) y Clearstream Banking Luxembourg. Este nuevo acuerdo, que entrará en vigor a mediados del 2010, presentará las mismas características que el mecanismo denominado «New Global Note», establecido en el 2006 para los valores de renta fija internacionales que adopten la forma de certificados globales al portador. En vista de la reducción de las emisiones de valores de renta fija internacionales en forma de certificados al portador, no se consideró necesario revisar su estructura de custodia. Por lo tanto, se decidió retirar estos valores de la lista de activos admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema. Durante un período transitorio, que finalizará el 30 de septiembre de 2010, los valores de esta clase emitidos hasta esa fecha seguirán siendo admitidos como activos de garantía hasta su vencimiento.

### **RECOMENDACIONES SEBC-CESR PARA LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA**

En el 2001, el Consejo de Gobierno aprobó un marco para la colaboración en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores entre el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR, en sus siglas en inglés). Ese mismo año se creó un grupo de trabajo conjunto al que se encomendó adaptar al entorno de la UE las recomendaciones para los SLV elaboradas por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés), conocidas como recomendaciones

<sup>24</sup> «Estándares para el uso de los sistemas de liquidación de valores de la UE en las operaciones de crédito del SEBC», enero 1998.

CPSS-IOSCO. A partir del 2004, el grupo trabajó también en la adaptación de las recomendaciones para las entidades de contrapartida central. El trabajo se interrumpió en el 2005, debido a tres cuestiones relacionadas con el ámbito de aplicación, el contenido y la base jurídica de las recomendaciones SEBC-CESR.

El 3 de junio de 2008, el Consejo ECOFIN invitó formalmente al SEBC y al CESR a adaptar y concluir el proyecto titulado «Estándares para la compensación y liquidación de valores en la UE» para el otoño del 2008, respetando los principios siguientes: i) el texto adoptado se presentará como recomendaciones no vinculantes exclusivamente dirigidas a las autoridades públicas, y no a los participantes en el mercado, ii) su ámbito de aplicación incluirá los depositarios centrales de valores internacionales y excluirá los bancos custodios, y iii) en lo relativo al control de los riesgos de crédito y de liquidez, se adoptará la referencia aceptada por el G-10, es decir, la Recomendación 9 del CPSS-IOSCO para los sistemas de liquidación de valores.

Conforme a la petición del Consejo ECOFIN, el grupo de trabajo SEBC-CESR reanudó su labor y elaboró unas recomendaciones preliminares, que se sometieron, entre el 23 de octubre de 2008 y el 23 de enero de 2009, a un período de consulta pública durante el cual se organizó una sesión pública para las partes interesadas.

El Parlamento Europeo, la Comisión Europea, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés), los participantes en el mercado y las asociaciones participaron activamente en distintas fases de estos trabajos. La aprobación final de las citadas recomendaciones por parte del CESR, del Consejo de Gobierno y de los BCN de los países no pertenecientes a la zona del euro está prevista para finales del primer trimestre del 2009. Simultáneamente, el CEBS está llevando a cabo un análisis orientado a determinar las áreas que puedan requerir la adopción de medidas adicionales para salvar las distancias entre las recomendaciones SEBC-CESR y la regulación bancaria aplicable a las entidades de

crédito cuyas actividades de compensación y liquidación están internalizadas.

Una vez finalizadas, las recomendaciones serán utilizadas por los bancos centrales y los reguladores de valores para salvaguardar la solidez y la eficiencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores de la UE y garantizar la igualdad de trato para las distintas infraestructuras. Las recomendaciones SEBC-CESR complementan la labor de otros foros de la UE y se consideran como uno de los pilares de la política de la UE en relación con el sector de actividades posteriores a la negociación, junto con TARGET2-Securities (el sistema TARGET2 para los valores), el Código de Conducta para la compensación y la liquidación de valores, y la eliminación de las barreras Giovannini.

#### **REDUCIR EL RIESGO DE CONTRAPARTE EN LOS CDS**

De acuerdo con las cifras del BPI, en junio del 2008, los saldos vivos notacionales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) se situaron en 57 billones de dólares estadounidenses, lo que representa cerca del 8% de todos los derivados OTC. La conveniencia de disponer de un marco operativo con una mayor capacidad de resistencia para permitir el procesamiento ordenado de las operaciones con derivados OTC, señalada en el informe del CPSS de marzo del 2007 titulado «New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives», se convirtió en el 2008 en una necesidad más urgente, como consecuencia de las turbulencias financieras. El 3 de noviembre de 2008, el BCE celebró una reunión de ámbito europeo sobre la creación de entidades de contrapartida central (ECC) para los CDS. La reunión, en la que participaron los proveedores potenciales de estas ECC, así como sus reguladores, intermediarios y usuarios, se sumó a las iniciativas emprendidas en el mismo sentido por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y por la Comisión Europea. El BCE participó también en un grupo de trabajo constituido por la Comisión Europea para estudiar las cuestiones que pueden plantear la supervisión, la regulación y la competencia en los mercados de derivados, tanto a corto como a largo plazo. Las partes



interesadas en este grupo, cuyo fin es promover la estabilidad financiera, destacaron las ventajas de disponer de soluciones múltiples y, al menos, de una solución europea. El 18 de diciembre de 2008, el Consejo de Gobierno recordó la importancia de reforzar la infraestructura para los derivados OTC y la necesidad de que exista al menos una ECC europea para los derivados de crédito. Debido a su importancia sistémica potencial, esta ECC europea debería estar situada en la zona del euro.

El Eurosistema comparte la opinión del Foro sobre la Estabilidad Financiera y de la Comisión Europea respecto a la importancia de reducir el riesgo de contraparte y de incrementar la transparencia de los mercados de derivados OTC, especialmente en áreas de importancia sistémica (por ejemplo, los derivados de crédito). La creación de ECC para los derivados OTC se considera una solución adecuada, dado que, al concentrar las posiciones vivas en un mismo lugar, las ECC i) reducen el riesgo de contraparte al que están expuestos los participantes en el mercado y permiten una gestión de riesgos más eficiente, ii) potencian la integridad y la transparencia de los mercados y fomentan la disponibilidad de información, iii) establecen criterios normalizados de evaluación de los riesgos y iv) liberan activos de garantía. El Eurosistema anunció su intención de propiciar, en colaboración con otras instituciones, una eficaz actuación colectiva por parte del sector privado en este ámbito. En diciembre del 2008, el Consejo ECOFIN invitó al SEBC y al CESR a adaptar sus recomendaciones preliminares relativas a las ECC, para incluir explícitamente el riesgo de los derivados OTC.

#### 4.4 OTRAS ACTIVIDADES

Con el fin de informar a las autoridades, a los proveedores de infraestructuras de mercado y a sus participantes, así como al público en general, sobre la evolución del marco y sobre las actividades de vigilancia relacionadas con sistemas de pago específicos, el BCE publicó

el 11 de julio de 2008 un informe titulado «Payment systems and market infrastructure oversight report 2007», la primera publicación del BCE dedicada a sus actividades de vigilancia. El informe se ampliará en el futuro y las próximas ediciones tratarán de las actividades de vigilancia del Eurosistema.

Dado que las infraestructuras de pago y de valores son indispensables para el buen funcionamiento de las economías de mercado, es importante que estas infraestructuras, incluidos sus participantes y proveedores externos, apliquen procedimientos de gestión de riesgos y de continuidad operativa eficientes y que cumplan los estándares nacionales e internacionales pertinentes. En vista de las numerosas interdependencias existentes entre las distintas infraestructuras de mercado y de la necesidad de garantizar un elevado nivel de intercambio de la información y de entendimiento mutuo, el BCE y los BCN de la UE han acordado compartir información sobre los estándares nacionales e internacionales relativos a la capacidad de resistencia y, en particular, a la continuidad operativa. En febrero del 2008, el BCE incluyó en su sitio web una sección especial sobre continuidad operativa en las infraestructuras de mercado<sup>25</sup>. Esta sección proporciona a las partes interesadas información sobre los últimos estándares de continuidad operativa aplicables a las infraestructuras que funcionan en Europa, un glosario de términos relacionados con la continuidad operativa, y datos actualizados sobre la situación de estas cuestiones en el ámbito europeo. La sección ofrece también enlaces con bancos centrales y otros reguladores que han dado a conocer los estándares y las prácticas de mercado aplicables en sus países (incluidos países no europeos, como Estados Unidos, Hong Kong y Japón).

<sup>25</sup> Puede consultarse esta sección en <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>



Para garantizar que los términos se utilicen de manera uniforme en todas las publicaciones del SEBC relacionadas con pagos, la compensación y la liquidación, el BCE realizó el 30 de septiembre de 2008 una consulta pública sobre un glosario de términos relativos a los aspectos técnicos de los sistemas de pago, compensación y liquidación de la UE. Los términos del glosario están definidos de una manera fácil de comprender y con un estilo no legalista, con el fin de promover su aceptación. La versión final del glosario se publicará en la dirección del BCE en Internet.

Por último, el BCE publica estadísticas anuales sobre pagos y negociación, compensación y liquidación de valores. Se ofrecen datos desglosados por países y, a partir del 2007, sólo se pueden consultar en formato electrónico, descargándolos de la *Statistical Data Warehouse*, en la dirección del BCE en Internet. Los datos correspondientes al 2007 se publicaron el 26 de noviembre de 2008.





Willem F. Duisenberg, en el acto celebrado con motivo de su despedida el 22 de octubre de 2003, entrega a Jean-Claude Trichet la campanilla que se utiliza en las reuniones del Consejo de Gobierno

**CAPÍTULO 5**

**ASUNTOS EUROPEOS Y  
RELACIONES  
INTERNACIONALES**

## I ASUNTOS EUROPEOS

En el 2008, el BCE siguió manteniendo contactos regulares con las instituciones y los foros europeos, en particular con el Parlamento Europeo (véase capítulo 6), el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo y la Comisión Europea. El Presidente del BCE participó en las reuniones del Consejo ECOFIN en las que se debatían temas relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC, así como en las reuniones del Eurogrupo. El presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno cuando lo consideraron oportuno.

### I.1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

#### EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En el 2008, el entorno macroeconómico inicialmente favorable respaldó la mejora de los saldos presupuestarios en la mayoría de los países y, por ende, la derogación de los procedimientos de déficit excesivo en cinco de los seis Estados Miembros que se encontraban en esa situación a finales del 2007. En junio del 2008, el Consejo ECOFIN dio por concluido el procedimiento de déficit excesivo iniciado contra la República Checa, Italia, Portugal y Eslovaquia, y adoptó la misma medida respecto a Polonia en julio de ese año. En el caso de Eslovaquia, la medida eliminó uno de los principales obstáculos para la adopción del euro en el 2009. Por lo que respecta a Grecia, la revisión del déficit correspondiente al 2007 del 2,8% al 3,5% del PIB no se tradujo en la adopción de medidas conforme al procedimiento de déficit excesivo.

No obstante, el deterioro del entorno macroeconómico a lo largo del año y el impacto de la crisis financiera sobre los ingresos tributarios presionaron sobre las finanzas públicas y dieron lugar a la reaparición de abultados déficit, especialmente en países vulnerables debido al insuficiente saneamiento de las finanzas públicas en épocas de bonanza. En julio del 2008, el Consejo ECOFIN inició un procedimiento de déficit excesivo contra el Reino Unido recomendando, de

conformidad con el apartado 7 del artículo 104 del Tratado, que el país redujera el déficit por debajo del 3% del PIB para el ejercicio 2009/2010. Hungría siguió estando sujeta a un procedimiento de déficit excesivo durante el 2008, con el año 2009 como plazo máximo para corregir dicho déficit. Además, en mayo del 2008, la Comisión emitió un «aviso de política económica y presupuestaria» para Francia, invitando a este país a proceder al necesario saneamiento de las finanzas públicas y aplicar reformas estructurales. Considerando la necesidad de establecer un marco fiscal vinculante a medio plazo y el riesgo de que el déficit sobrepasara el 3% del PIB, la Comisión también dio aviso a Rumanía en junio del 2008.

En mayo, el Eurogrupo aprobó el marco de política establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los ministros observaron que, en varios países, sería necesario adoptar políticas más ambiciosas para cumplir lo previsto en el aspecto preventivo del Pacto y alcanzar los objetivos presupuestarios del acuerdo de Berlín del 2007, a saber, que los Estados miembros alcancen los objetivos de medio plazo en el 2008 ó el 2009 y que todos ellos contemplen el año 2010 como fecha tope.

Dado que las turbulencias financieras se intensificaron a lo largo del año, dando lugar a un descenso de la confianza en el sector financiero, el Consejo ECOFIN pidió en octubre prudencia fiscal para respaldar la confianza. Los ministros reiteraron que el Pacto seguía siendo el marco adecuado y que debía aplicarse íntegramente. Concretamente, los estabilizadores automáticos deberían ayudar a amortiguar la desaceleración prevista. Por lo que respecta a la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, el Consejo analizó propuestas sobre cómo incluir en la definición de los objetivos de medio plazo la carga fiscal inducida por el envejecimiento de la población.

#### LA ESTRATEGIA DE LISBOA

La estrategia de Lisboa –el programa de amplio alcance de reforma económica, social

y ambiental de la UE– entró en un nuevo ciclo trienal de políticas en el 2008, el segundo desde que se revisó la estrategia en el año 2005.

En la primavera del 2008, el Consejo Europeo confirmó las Directrices integradas adoptadas para el ciclo 2005-2008 y subrayó que, durante el ciclo actual, la atención debería centrarse en la consecución de los objetivos acordados. También complementó estas directrices con recomendaciones específicas para cada Estado miembro y con una directriz horizontal dirigida a los países de la zona del euro. Se invitó a la Comisión Europea a seguir colaborando con los Estados miembros en la formulación de una metodología clara y transparente para el seguimiento y la evaluación de las reformas en el marco de la estrategia de Lisboa. Además, para garantizar que se mantenga el compromiso respecto a las reformas estructurales, el Consejo Europeo invitó a la Comisión, al Consejo de la UE y a los coordinadores nacionales de la estrategia a reflexionar sobre el futuro de la misma después del año 2010.

En el otoño del 2008, los Estados miembros presentaron sus programas de reforma nacionales, en los que se describen los avances realizados hasta el momento en cada Estado con respecto a la aplicación de las respectivas estrategias de reforma estructural. Estas estrategias están encaminadas a garantizar la sostenibilidad y la calidad de las finanzas públicas, mejorar el entorno regulador de las empresas, aumentar la inversión en investigación y desarrollo, así como en innovación, y adoptar medidas para estimular la participación de los trabajadores y mejorar la flexibilidad del mercado de trabajo. A finales del 2008, la Comisión Europea publicó su primera evaluación de la aplicación del Programa Comunitario de Lisboa 2008-2010, que se adoptó a finales del 2007 y complementa los programas de reforma nacionales detallando las medidas que han de adoptarse a nivel de la UE. Asimismo, la Comisión propuso medidas adicionales para reforzar la estrategia de Lisboa como parte del Plan Europeo de Recuperación Económica<sup>1</sup>.

El BCE ha subrayado en repetidas ocasiones la importancia de emprender reformas estructurales encaminadas a aumentar el crecimiento y el empleo. Los países de la zona del euro en particular deben aplicar medidas de reforma integrales para promover el buen funcionamiento de la UEM.

### **EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS E INTEGRACIÓN FINANCIERA**

Las políticas aplicadas por la UE durante el 2008 en materia de mercados financieros estuvieron determinadas, en gran medida, por la crisis financiera. En el segundo semestre del 2007, el Consejo de la UE había adoptado tres planes de actuación para hacer frente a las turbulencias de los mercados financieros que se manifestaron en agosto de ese año. En estos tres planes se detallaban las medidas que debían adoptarse respecto a: i) la respuesta a las turbulencias financieras, ii) el fortalecimiento de los mecanismos de la UE en materia de estabilidad financiera, y iii) la revisión del proceso Lamfalussy sobre regulación y supervisión financieras.

A lo largo del 2008, se realizaron notables progresos en los tres planes de actuación. Con respecto a la respuesta a las turbulencias financieras, la Comisión Europea publicó en julio sus sugerencias relativas a las condiciones para la autorización, el funcionamiento y la supervisión de las agencias de calificación crediticia. En octubre presentó una propuesta para modificar la Directiva de requerimientos de capital (véase más información en la sección 2 del capítulo 4). Para fortalecer los mecanismos de estabilidad financiera de la UE, las autoridades supervisoras, los bancos centrales y los Ministerios de Economía y Hacienda de la UE adoptaron un Acuerdo de Intenciones sobre cooperación internacional en materia de estabilidad financiera, que entró en vigor en junio. También se

<sup>1</sup> Estas medidas incluyen: i) acelerar la aplicación de las medidas encaminadas a mejorar el clima empresarial, ii) mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo, iii) reducir la escasez en materia de cualificaciones y iv) realizar inversiones públicas en infraestructuras. El Plan Europeo de Recuperación Económica también subraya la importancia de mejorar el acceso internacional a los mercados e intensificar la cooperación internacional en materia de regulación.



avanzó considerablemente en la revisión de los procedimientos del marco Lamfalussy, que se materializaron en un acuerdo para que los mandatos de los supervisores nacionales incluyan una dimensión comunitaria para mediados del 2009 y se establezcan «colegios de supervisores» para los grupos financieros internacionales más grandes.

Cuando la crisis financiera se intensificó en el otoño del 2008, las instituciones de la UE y los Estados miembros aceleraron la coordinación de sus medidas para hacer frente a los nuevos retos. El 12 de octubre, los Jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro adoptaron un plan de acción concertado. El 15 de octubre, el Consejo Europeo aprobó los principios aceptados por los países de la zona del euro y pidió a los países de la UE que adoptaran medidas, a nivel nacional, acordes con el plan de acción. El presidente del BCE participó en ambas reuniones.

Los principales objetivos del plan de acción concertada eran garantizar unas condiciones de liquidez apropiadas para las instituciones financieras, facilitar la financiación de los bancos, proporcionar a las instituciones financieras recursos adicionales de capital, dar cabida a una eficiente recapitalización de los bancos en crisis y garantizar la suficiente flexibilidad en la adopción de las normas contables. Además, se creó una célula de crisis financiera para facilitar la actuación rápida y eficaz en una situación de crisis. Esta célula está integrada por representantes del país que ostenta la presidencia de la UE, el presidente de la Comisión Europea, el presidente del BCE (junto con otros bancos centrales de la UE), el presidente del Eurogrupo y los Gobiernos de los Estados miembros.

## OTRAS POLÍTICAS DE LA UE

El BCE realizó un seguimiento de la evolución de las políticas de cambio climático y energía de la UE, dado su impacto potencial sobre la evolución macroeconómica, la estabilidad de precios y la situación de las finanzas públicas. Por lo que respecta a las políticas energéticas, es de esperar que la mejora del funcionamiento del mercado interior de la energía de la UE incida de forma positiva en la evolución de los precios de la energía y facilite la previsibilidad de los abastecimientos. En ambos campos de la política, la atención se centró, durante el 2008, en transformar en legislación<sup>2</sup> los ambiciosos compromisos adquiridos por la UE. El BCE también realizó un seguimiento de la Política Agrícola Común (PAC), en particular en lo relativo a su impacto sobre los precios de los alimentos. Para hacer frente a la escalada de los precios de los alimentos, el Consejo de la UE aprobó varias medidas encaminadas a mejorar la oferta de alimentos, como la venta de existencias públicas, la suspensión de la obligación impuesta a los agricultores de dejar sin cultivar parte de la tierra cultivable, un incremento de las cuotas de producción de leche y la suspensión de los derechos de importación para los cereales. Tras la puesta en marcha del «Chequeo de la PAC» por parte de la Comisión, el Consejo de la UE llegó a un acuerdo en noviembre del 2008 para modernizar y racionalizar aún más la PAC y eliminar las restricciones que aún pesaban sobre los agricultores, a fin de hacer frente a la creciente demanda de alimentos.

<sup>2</sup> De conformidad con el paquete de medidas sobre clima y energía, la UE debería reducir, de aquí al 2020, las emisiones de gases con efecto invernadero en un 20% en relación con 1990, y aumentar el uso de fuentes de energía renovables hasta un 20% del consumo de energía total de la UE. Además, debería incrementar la eficiencia energética en un 20%.

### Recuadro 12

#### DIEZ AÑOS DE UEM

El año 2008 marcó el décimo aniversario del BCE y también del Eurosistema y el SEBC. La celebración de este aniversario brindó la oportunidad de pasar revista a los diez primeros años de vida de la UEM y extraer algunas enseñanzas de la experiencia adquirida en este período.

En mayo del 2008, el BCE publicó una edición especial del Boletín Mensual, en la que se describían el trabajo y los logros del Eurosistema y se examinaban los desafíos a los que se enfrentan tanto el propio Eurosistema como la zona del euro en el umbral de su segundo decenio. Los diez primeros años de la UEM han demostrado la capacidad del BCE para estar plenamente a la altura de la misión encomendada en el Tratado. A pesar de un entorno externo desfavorable, caracterizado por un significativo incremento de los precios de las materias primas, se ha mantenido, en general, la estabilidad de precios. En la zona del euro, los precios de consumo aumentaron, en promedio, a una tasa interanual del 2,1% entre 1999 y el 2007, muy por debajo de la inflación de precios de consumo registrada entre 1990 y 1998, que fue del 3%. Además, el BCE ha logrado anclar las expectativas de inflación a largo plazo en niveles compatibles con la estabilidad de precios. La UEM también ha estimulado la creación de empleo. El empleo en la zona del euro creció en unos 16 millones de personas entre 1999 y el 2007, frente al aumento de alrededor de seis millones de personas registrado en el período 1990-1998.

La Comisión Europea publicó en mayo una comunicación, junto con un informe titulado «UEM@10: Logros y retos tras los diez primeros años de Unión Económica y Monetaria», en la que subrayaba que, diez años después de la introducción del euro, la moneda es un éxito. La Comisión también presentó varias propuestas para mejorar la coordinación y la supervisión dentro de la UEM, a fin de potenciar el papel internacional del euro y fomentar una gobernanza eficaz de la UEM.

El Consejo ECOFIN analizó los diez primeros años de existencia de la UEM en su reunión del 7 de octubre de 2008. Los ministros llegaron a la conclusión de que la UEM había contribuido a la estabilidad macroeconómica en los diez últimos años y que, tras los procesos de reforma realizados dentro de la UEM, la UE se encuentra ahora mejor equipada para hacer frente a perturbaciones económicas. Para beneficiarse en mayor medida de la UEM y mejorar el funcionamiento económico de los Estados miembros, el Consejo ECOFIN aprobó varias propuestas, a saber, i) un mejor seguimiento de la evolución de la competitividad (especialmente, en los países que participan en la zona del euro y en el MTC II), ii) prioridad a las recomendaciones en materia de reforma estructural, para tomar en consideración la situación económica, y iii) medidas para explicar mejor los efectos de los ciclos económicos, y de los ciclos conexos de los precios de los activos, en los ingresos tributarios.

El Parlamento Europeo también aprobó una resolución sobre los diez primeros años de la UEM (véase capítulo 6).

La conclusión general que se extrajo de las reflexiones sobre los diez primeros años de rodaje de la UEM fue que el marco institucional funciona bien. No obstante, para que la UEM siga siendo un éxito, es necesario que las autoridades se comprometan firmemente a alcanzar los objetivos acordados a nivel europeo y apliquen con determinación las medidas de política necesarias.

## **I.2 ASPECTOS INSTITUCIONALES**

### **EL TRATADO DE LISBOA**

Tras la firma del Tratado de Lisboa por los Jefes de Estado o de Gobierno el 13 de diciembre de 2007, los Estados miembros iniciaron el proceso de ratificación, de conformidad con los

respectivos requisitos constitucionales. Hasta la fecha han ratificado el Tratado 23 Estados miembros. Alemania y Polonia están a punto de concluir formalmente el procedimiento de ratificación. En la República Checa, el Tratado aún está pendiente de ratificar por el Parlamento.

En Irlanda, el Tratado de Lisboa se sometió a un referéndum vinculante, pero no consiguió alcanzar el apoyo mayoritario. En estas condiciones, el Consejo Europeo, en la reunión celebrada los días 19 y 20 de junio de 2008, reiteró que el Tratado de Lisboa, con su objetivo de «ayudar a una Unión ampliada a actuar de forma más eficaz y democrática» debe seguir adelante. En la reunión que el Consejo Europeo celebró los días 11 y 12 de diciembre de 2008, los Jefes de Estado y de Gobierno acordaron ofrecer «garantías jurídicas» a Irlanda tras el rechazo del Tratado de Lisboa. El Gobierno irlandés se comprometió a tratar de conseguir la ratificación del Tratado antes de que finalice el mandato de la actual Comisión Europea.

#### **INFORMES DE CONVERGENCIA**

De conformidad con el artículo 122 del Tratado, el BCE y la Comisión Europea prepararon informes de convergencia sobre los avances realizados por Bulgaria, la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Suecia en el cumplimiento de las condiciones para incorporarse a la zona del euro. En dichos informes, que se publicaron el 7 de mayo de 2008, se evaluó más a fondo la situación de Eslovaquia porque las autoridades de ese país habían presentado una solicitud en ese sentido, habida cuenta de su intención de adoptar el euro a partir del 1 de enero de 2009. Basándose en una propuesta de la Comisión, el Consejo ECOFIN decidió, el 8 de julio de 2008, que Eslovaquia cumplía las condiciones para incorporarse a la zona del euro el 1 de enero de 2009 (véase capítulo 3).

#### **I.3 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE**

El BCE prosiguió el diálogo, en materia de política económica, con los bancos centrales de los países candidatos a la UE por medio de reuniones bilaterales y dentro del marco institucional general del proceso de ampliación establecido por la UE.

Las negociaciones de adhesión con Croacia se iniciaron el octubre del 2005. La negociación

de los capítulos individuales del *acervo comunitario* comenzó en junio del 2006 y avanzó notablemente a lo largo del 2008. Al final del año, ya se habían comenzado a negociar 21 capítulos y se habían concluido provisionalmente las negociaciones relativas a cuatro de ellos. El BCE prosiguió sus fructíferas relaciones bilaterales con el Banco Nacional de Croacia, por ejemplo, en el contexto del diálogo de alto nivel sobre políticas económicas.

Tras iniciarse las negociaciones de adhesión con Turquía en octubre de 2005, la Comisión Europea comenzó a negociar los capítulos individuales del *acervo comunitario* en junio del 2006. En diciembre del 2006, el Consejo Europeo decidió suspender las negociaciones sobre ocho de los 35 capítulos del proceso de adhesión a la UE, debido a la falta de progresos en la ampliación de la unión aduanera a los Estados miembros de la UE. Las instituciones de la UE continúan analizando la compatibilidad de la legislación turca con el *acervo comunitario* y están avanzando en la negociación de otros capítulos. El BCE prosiguió el diálogo de alto nivel que mantiene desde hace mucho tiempo con el Banco Central de la República de Turquía.

Aunque a la antigua República Yugoslava de Macedonia se le reconoció la condición de país candidato en el 2005, todavía tiene que cumplir varios criterios institucionales para que puedan iniciarse las negociaciones de adhesión a la UE, entre ellos algunos relacionados con aspectos esenciales de la reforma política. A nivel técnico, el BCE ha seguido manteniendo sólidos contactos con el Banco Nacional de la República de Macedonia.

## 2 ASUNTOS INTERNACIONALES

### 2.1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

#### SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Como consecuencia del alto nivel de integración económica y financiera, el entorno económico mundial es sumamente relevante para la ejecución de la política económica en 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, el FMI y la OCDE, así como en otros foros, en concreto las reuniones de ministros de Economía y Hacienda y de gobernadores de bancos centrales del G-7 y del G-20. La evaluación de la situación internacional en el marco de su contribución a la estabilidad del entorno macroeconómico y a la aplicación de políticas macroeconómicas y financieras sólidas fue especialmente importante en el 2008.

En el 2008, el entorno económico internacional estuvo dominado, en gran medida, por las turbulencias financieras mundiales, resultado de la corrección desordenada de los desequilibrios internos y externos acumulados en los años anteriores y de la materialización de los riesgos correspondientes.

Los problemas resultantes de la materialización de estos riesgos se transmitieron rápidamente a todos los países, habida cuenta del carácter global de los modelos regulatorios, contables y empresariales, que contribuyeron al desarrollo de prácticas que, posteriormente, resultaron ser opacas e insostenibles, y de la fortaleza de los vínculos financieros y comerciales internacionales. La perturbación original, que se inició en el segmento de alto riesgo del mercado hipotecario estadounidense (*hipotecas subprime*), se amplificó considerablemente, entre otras cosas,

por los altos niveles de apalancamiento de las instituciones financieras y por la infravaloración de los riesgos a escala mundial. Si bien los episodios de turbulencias en los mercados entre agosto del 2007 y septiembre del 2008 fueron, comparativamente, de escasa duración y se limitaron a un número relativamente pequeño de instituciones financieras, las dificultades surgidas en el seno de varias instituciones muy grandes y activas a escala mundial dieron lugar a intensas perturbaciones a partir de septiembre del 2008. A partir de entonces se desencadenaron fuertes tensiones en los mercados interbancarios y en otros mercados de financiación clave, diversos episodios de crisis en los sectores bancarios de varios países, variaciones significativas de los tipos de cambio y de los precios del petróleo a nivel mundial, una pronunciada caída de los precios de los activos en todo el mundo y una acusada desaceleración de la actividad real (véase también capítulo 1). Aunque esta crisis financiera se originó en Estados Unidos, son cada vez más los países afectados, tanto economías industrializadas como, más recientemente, economías emergentes. Varios países solicitaron asistencia al FMI (véase, a continuación, la sección dedicada a la arquitectura del sistema financiero internacional). También, los principales bancos centrales, incluidos el BCE y la Reserva Federal, proporcionaron asistencia en materia de liquidez a los bancos centrales de otros países. Por ejemplo, la Reserva Federal estableció, a finales de octubre del 2008, líneas *swaps* de provisión de liquidez con los bancos centrales de cuatro grandes economías de importancia sistémica (Brasil, México, Corea del Sur y Singapur), en un esfuerzo por descongelar los mercados monetarios de las economías emergentes<sup>3</sup>.

En gran medida como resultado de estos acontecimientos, la balanza por cuenta corriente experimentó grandes variaciones en el 2008. En primer lugar, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se redujo en 0,7 puntos

<sup>3</sup> Para más información sobre las líneas *swap* proporcionadas por el BCE, véase la sección 1 del capítulo 2.

porcentuales, hasta el 4,6% del PIB, debido principalmente a la debilidad de la demanda interna<sup>4</sup>. En segundo lugar, en algunos de los países que registraban superávit por cuenta corriente, éste se redujo de forma significativa: China registró un descenso de 1,9 puntos porcentuales del PIB, y Japón una caída de 0,8 puntos porcentuales. Al mismo tiempo, los países exportadores de petróleo registraron, en conjunto, un aumento de sus superávits por cuenta corriente en el 2008; aunque los precios del petróleo experimentaron una fuerte caída hacia finales de año, se mantuvieron por encima de los niveles observados en el 2007 durante la mayor parte del año. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro pasó de un superávit en el 2007 a un déficit del 0,5% del PIB en el 2008.

En diversas ocasiones a lo largo del 2008, el Eurosistema hizo hincapié en los riesgos y las distorsiones que conlleva la persistencia de los desequilibrios mundiales. Reiteró asimismo su pleno respaldo a un enfoque de cooperación sobre este tema para lograr un ajuste ordenado de dichos desequilibrios. Concretamente, el Eurosistema ha insistido repetidas veces en la necesidad de adoptar políticas encaminadas a fomentar el ahorro público y privado en los países que registran déficit por cuenta corriente, en la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales en las economías industrializadas con un crecimiento potencial relativamente bajo, en la aplicación de medidas para incrementar la demanda interna en las economías emergentes con elevados superávits por cuenta corriente, en una asignación más eficiente del capital en estas economías y en la necesidad de mejorar, en general, los sistemas de evaluación de los riesgos. En el contexto de las actuales consideraciones sobre cómo mejorar la arquitectura financiera internacional (véase más adelante), en las que están participando tanto el BCE como otros bancos centrales del Eurosistema, éste ha subrayado la importancia de velar por que esa mejora, además de fomentar la disciplina en los mercados financieros, intensifique también la disciplina en materia de política macroeconómica. Un marco de supervisión económica multilateral reforzado

contribuiría a garantizar que las políticas económicas, especialmente en los países de importancia sistémica, sean sostenibles y se orienten a la estabilidad.

Finalmente, la propia zona del euro está sujeta a la supervisión internacional de sus políticas. En el 2008, tanto el FMI como la OCDE llevaron a cabo sus exámenes periódicos de las políticas monetaria, financiera y económica de la zona del euro como complemento a los que realizaron para cada uno de los países que la integran. Las consultas del Artículo IV del FMI y el examen realizado por el Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la OCDE brindaron la oportunidad de entablar un fructífero debate entre estos organismos internacionales y el BCE, la presidencia del Eurogrupo y la Comisión Europea. Concluidas las deliberaciones, tanto el FMI como la OCDE elaboraron sendos informes en los que evaluaron las políticas de la zona del euro<sup>5</sup>.

#### **ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL**

Las turbulencias financieras dieron lugar a un amplio debate sobre la estructura y el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional. Los jefes de Estado o de Gobierno de la UE acordaron, en la reunión informal celebrada en Bruselas el 7 de noviembre de 2008, coordinar sus respuestas frente a la crisis financiera y aplicar unos principios comunes sobre los que cimentar un nuevo sistema financiero internacional. El 15 de noviembre, los líderes de los países del G-20 se reunieron en la ciudad de Washington para celebrar su primera reunión cumbre sobre los mercados financieros y la economía mundial, y pidieron la adopción de medidas en materia de regulación financiera y políticas macroeconómicas, al tiempo que subrayaron su compromiso con el libre comercio. La labor de seguimiento de esta cumbre se ha organizado mediante cuatro grupos de trabajo

4 Las cifras que aparecen en este párrafo se han extraído de la edición de octubre del 2008 de la publicación del FMI «Perspectivas de la Economía Mundial».

5 «Euro area policies: 2008 Article IV consultation – staff report», FMI, agosto 2008 y «Economic survey of the euro area», OCDE, enero 2009.

que informan a los suplentes de los ministros y gobernadores que participan en el G-20, quienes, a su vez, prepararon la reunión de ministros de Economía y Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G-20 que se celebró en la primavera del 2009.

En respuesta a las demandas de los países miembros del FMI, la institución realizó cambios concretos en sus servicios de asistencia financiera. En octubre se creó un nuevo instrumento, el servicio de liquidez a corto plazo, que tiene por objeto proporcionar financiación de rápido desembolso a los países que, a pesar de estar aplicando políticas económicas sólidas y presentar un buen historial de ejecución, experimenten problemas de liquidez transitorios derivados de la evolución de los mercados internacionales de capital. Además de crear este nuevo instrumento, el FMI inició un examen de los diversos aspectos de su función de prestamista. Asimismo, proporcionó financiación a algunos de sus países miembros –Belarús, Hungría, Islandia, Letonia, Pakistán y Ucrania– a través de sus acuerdos ordinarios de derecho de giro.

En el 2008 se siguió trabajando en la reforma del FMI. Las reformas consideradas se centraron principalmente en la supervisión que ejerce la institución, en su papel de prestamista, la gestión de gobierno (incluidas las cuotas y la voz y representación), así como su estructura de ingresos y gastos. Para alcanzar un acuerdo sobre estos temas se han celebrado debates dentro del FMI y en otros foros, como el G-7 y el G-20, en los que el SEBC y el Eurosistema han participado realizando un seguimiento y contribuyendo a las deliberaciones cuando procedía.

Tras la introducción, a mediados del 2007, de una nueva decisión sobre la supervisión bilateral de las políticas de los países miembros, el FMI se centró en su aplicación en las consultas ordinarias del Artículo IV. Esta nueva decisión tiene por objeto garantizar que se preste más atención a los efectos de contagio entre países recurriendo al concepto de estabilidad externa como principio de organización de la supervisión. La estabilidad

externa se define por referencia al tipo de cambio, cuyo análisis se convierte, por consiguiente, en un componente clave del proceso de supervisión. En octubre, el FMI adoptó su primera «Declaración de Prioridades de la Supervisión», que habrá de orientar esta actividad hasta el 2011. En esta declaración se identifican cuatro prioridades fundamentales en las que habrá de centrarse la supervisión del FMI: resolver las tensiones de los mercados financieros, fortalecer el sistema financiero mundial, ajustarse a las variaciones acusadas de los precios de las materias primas y fomentar la reducción ordenada de los desequilibrios mundiales. Para respaldar estas prioridades, el FMI se propone mejorar las alertas anticipadas de los riesgos y vulnerabilidades, entre otras cosas, mediante el análisis de los vínculos macrofinancieros, y ampliar el ejercicio, en lo que a vulnerabilidad se refiere, a las economías industrializadas. Asimismo, el FMI continuó centrando su atención en las cuestiones relativas al sector financiero y las consiguientes enseñanzas de política económica, a fin de mejorar su colaboración con el Foro sobre Estabilidad Financiera.

Además, la Junta de Gobernadores del FMI acordó una reforma exhaustiva de las cuotas y la representación en el FMI, que, básicamente, contempla una nueva fórmula para el cálculo de las cuotas, una segunda ronda de incrementos ad-hoc basados en la nueva fórmula, una triplicación del número de votos básicos a fin de dar más voz a los países de bajo ingreso y el nombramiento de un Director Ejecutivo Suplente adicional para las dos jurisdicciones que representan a África en el Directorio Ejecutivo. Los dos objetivos básicos de las reformas eran reajustar las cuotas de los países conforme a su peso y papel relativos en la economía mundial y dar más voz y participación a los países de bajo ingreso en el FMI. Los trabajos sobre el gobierno del FMI continuarán sobre la base, entre otras cosas, del informe de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI del año 2008 y del informe del comité de sabios sobre la reforma de la gestión de gobierno del FMI, que se publicarán, a más tardar, en la primavera del 2009.



La Junta de Gobernadores del FMI también alcanzó un acuerdo sobre las medidas necesarias para sanear las finanzas de la institución. En lo tocante a los ingresos, el FMI recurrirá en el futuro a fuentes de financiación más amplias y sostenibles. Entre otras medidas, se contempla una ampliación de la autoridad del FMI en materia de inversiones y la creación de una dotación financiada con el producto de una venta estrictamente limitada de oro, compatible con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales. Por lo que respecta a los gastos, la nueva estructura, que conlleva notables reducciones presupuestarias, se guía por la consideración del mandato básico del FMI y una cuidadosa asignación de prioridades. Además, en el contexto de las turbulencias financieras, se está desarrollando un debate con respecto a la suficiencia de los recursos del FMI.

Una contribución importante al fortalecimiento de la capacidad de resistencia del sistemas financiero mundial fue la realizada por el Foro de Estabilidad Financiera, que facilitó la coordinación de varias iniciativas nacionales e internacionales y supervisó la puntual puesta en práctica de las mismas. También formuló recomendaciones en cinco ámbitos de actuación clave, a saber, supervisión prudencial, transparencia y valoración, calificaciones crediticias, capacidad de respuesta de las autoridades para hacer frente a los riesgos, y mecanismos para enfrentarse a las tensiones que afecten al sistema financiero, y examinó su puesta en práctica.

Asimismo, el programa de acción de la comunidad financiera internacional siguió incluyendo la promoción de mecanismos para la prevención y resolución ordenada de las crisis. En este contexto, se ha avanzado en la aplicación de los principios para la estabilidad de los flujos de capitales y la reestructuración equitativa de la deuda en los mercados emergentes, principios que ya fueron respaldados por los ministros de Economía y Hacienda y gobernadores de banco centrales del G-20 en el año 2004. La finalidad de estos principios, que son voluntarios y se basan en el mercado, es ofrecer directrices para

el comportamiento de los emisores soberanos y sus acreedores privados respecto a la forma de compartir la información, participar en el diálogo y cooperar de forma estrecha. Un número cada vez mayor de instituciones financieras y países emisores han manifestado su apoyo a estos principios y han expresado un interés especial en que se avance en su aplicación. En su última reunión, celebrada en la ciudad de Washington en octubre del 2008, el Grupo de Fideicomisarios, órgano integrado por altos representantes del mundo financiero, creado para asesorar sobre la aplicación de los principios, analizó los avances logrados dentro del marco de la arquitectura financiera internacional y formuló algunas orientaciones para el futuro.

Otra iniciativa emprendida en el 2008 en el ámbito de los mercados financieros fue el desarrollo de los Principios de Santiago por parte del Grupo de Trabajo Internacional sobre Fondos de Riqueza Soberanos. Acordados por fondos de riqueza soberanos de economías industrializadas, emergentes y en desarrollo, dichos principios representan un esfuerzo mancomunado para entender mejor las operaciones que realizan estos fondos. El objetivo de estos principios, que son de carácter voluntario, es potenciar el papel estabilizador que desempeñan los fondos de riqueza soberanos en los mercados financieros y ayudar a mantener el libre flujo de inversiones transfronterizas. La OCDE está ofreciendo orientación sobre las políticas de los países receptores con respecto a las inversiones que realizan estos fondos.

## **2.2 COOPERACIÓN CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE**

El Eurosistema continuó promoviendo sus actividades internacionales con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE mediante la organización de seminarios y cursos. Además, la cooperación técnica ha seguido siendo un instrumento importante para fortalecer la capacidad administrativa de los bancos centrales, especialmente en las regiones vecinas de la

UE, y potenciar el cumplimiento de las normas europeas e internacionales. El BCE también participó activamente, junto con la Comisión Europea, en el diálogo macroeconómico de la UE con China, India y Rusia.

El BCE siguió profundizando en sus relaciones con los países de la región occidental de los Balcanes. El 1 de septiembre de 2008, el BCE y 17 BCN<sup>6</sup> de la UE pusieron en marcha, junto con el Banco Nacional de Serbia, un programa de asistencia técnica de nueve meses de duración. El programa, financiado por la Agencia Europea de Reconstrucción, ofrecerá al Banco Nacional de Serbia un informe de análisis de necesidades sobre los progresos que deben realizarse en algunas áreas de banca central como preparación para la adhesión a la UE. Entre dichas áreas, cabe mencionar la armonización de la legislación nacional con el acervo comunitario bajo la competencia del Banco Nacional de Serbia, la liberalización de los movimientos de capitales, la ejecución de la política monetaria y el régimen cambiario, las estadísticas monetarias, financieras y de balanza de pagos, y la protección del consumidor de servicios financieros.

La cooperación técnica con el Banco de Rusia se intensificó con el inicio, el 1 de abril de 2008, de un nuevo programa de cooperación con los bancos centrales, financiado por la Comisión Europea. En este programa, que finalizará en diciembre del 2010, participa el BCE junto con el Deutsche Bundesbank, el Banco de Grecia, el Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, el Oesterreichische Nationalbank, y el Suomen Pankki – Finlands Bank en colaboración con la Rahoitustarkastus (autoridad de supervisión financiera de Finlandia). El objetivo del programa es intercambiar conocimientos y experiencia de la UE en materia de auditoría interna con el Banco de Rusia y apoyarle en la gradual aplicación de los principios de Basilea II al marco de supervisión bancaria.

El quinto seminario de alto nivel del Eurosistema con los gobernadores de los bancos centrales de

los países de la cuenca mediterránea, organizado conjuntamente por el BCE y el Banco Central de Egipto, se celebró en Alejandría los días 26 y 27 de noviembre de 2008. Los gobernadores pasaron revista a la evolución económica y financiera reciente de la región y analizaron estrategias de política monetaria y regímenes cambiarios, así como cuestiones relativas al sector bancario de los países del Mediterráneo. Los representantes del BCE participaron también en diversas reuniones sobre aspectos económicos y financieros incluidos en el marco del Proceso de Barcelona: Unión para el Mediterráneo.

La cooperación con el Banco Central de Egipto se tradujo en la puesta en marcha de un nuevo programa de tres años de duración a partir del 1 de enero de 2009, financiado por la Comisión Europea. El programa contará con la participación de expertos del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), el Česká národní banka, el Deutsche Bundesbank, el Banco de Grecia, la Banque de France, la Banca d'Italia y la Banca Națională a României. Los tres objetivos principales de este programa son: elaborar directrices que ayuden al Banco Central de Egipto a formular una nueva reglamentación en consonancia con el régimen básico de Basilea II, concluir la reglamentación y organizar su puesta en práctica, y diseñar un nuevo sistema de declaración de datos de las entidades de crédito al Banco de Egipto para que pueda aplicarse la nueva reglamentación.

Por primera vez, se celebró un seminario de alto nivel del Eurosistema, organizado conjuntamente por el BCE y el Deutsche Bundesbank con gobernadores de bancos centrales y organismos monetarios de los Estados miembros del Consejo de Cooperación del Golfo<sup>7</sup>. El seminario tuvo lugar en Maguncia los días 11 y 12 de marzo de 2008. Los debates se centraron en la evolución y las estructuras económicas de dichos Estados y

6 Los BCN de Bélgica, Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Alemania, Estonia, Grecia, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Hungría, Países Bajos, Austria, Polonia, Rumanía y Reino Unido.

7 Bahrein, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos.

en el papel que desempeña el Consejo en la economía mundial, en particular en lo relativo a los aspectos monetarios y financieros, así como en materia de energía y comercio.

El BCE, el Banco Central de la República Popular China y la Banca d'Italia organizaron conjuntamente el cuarto seminario de alto nivel con los bancos centrales de la región de Asia Oriental y el Pacífico y de la zona del euro, que se celebró en la sede de la Banca d'Italia en Roma los días 26 y 27 de junio. El objetivo del seminario era intercambiar opiniones sobre los problemas a los que tienen que enfrentarse los responsables de la política económica de ambas regiones, como las turbulencias financieras, los desequilibrios mundiales y las perspectivas de crecimiento.

Durante el 2008, el BCE fortaleció aún más sus relaciones con el Banco Central de la República Popular China. Las dos instituciones suscribieron un acuerdo de intenciones en el 2002, que se renovó en el 2008. En los últimos años, se ha intensificado notablemente la cooperación, incluidas la celebración de dos reuniones de alto nivel y una mayor colaboración entre el personal de ambas instituciones. El 5 de septiembre, el presidente del BCE y el gobernador del Banco Central de la República Popular China también celebraron una reunión en el BCE, en la que se analizaron cuestiones de política económica.





Carlo Azeglio Ciampi, ex presidente de la República de Italia (derecha), y Jean-Claude Trichet camino del acto conmemorativo del décimo aniversario del BCE, celebrado en la Alte Oper de Fráncfort el 2 de junio de 2008

## CAPÍTULO 6

# 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 componente esencial de los regímenes de política monetaria de las economías industrializadas y emergentes. La decisión de otorgar independencia a los bancos centrales está firmemente basada en la teoría económica y en la evidencia empírica, ya que ambas muestran que dicho planteamiento lleva al 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. Para un banco central independiente, la rendición de cuentas puede entenderse como la obligación de explicar y justificar sus decisiones ante los ciudadanos y sus representantes políticos. Por tanto, la rendición de cuentas constituye una importante contrapartida de la independencia de un banco central.

Desde su creación, el BCE ha reconocido siempre la vital importancia de rendir cuentas por sus decisiones en materia de política monetaria y, como estipula el Tratado, mantiene un diálogo regular con los ciudadanos de la UE y con el Parlamento Europeo. El compromiso del BCE con este principio de rendición de cuentas queda reflejado, asimismo, en los numerosos documentos publicados y en la gran cantidad de discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno durante el 2008.

El Tratado recoge exigencias de información precisas para el BCE, entre las que se incluye la publicación de un informe trimestral, un estado financiero consolidado semanal y un informe anual. El BCE cumple con creces estas exigencias al publicar, por ejemplo, un Boletín Mensual en lugar del informe trimestral requerido, y celebra una conferencia de prensa tras la primera reunión del mes del Consejo de Gobierno.

El Parlamento Europeo –como el órgano que adquiere su legitimidad directamente de los ciudadanos de la UE– ha seguido desempeñando

un papel fundamental en la exigencia de rendición de cuentas al BCE. Tal como dispone el Tratado, en el 2008, el presidente del BCE presentó el Informe Anual 2007 ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo. Además, el presidente continuó informando regularmente sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE a la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios en sus comparecencias trimestrales. El presidente compareció asimismo ante una reunión conjunta del Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales para debatir los mecanismos de la UE para salvaguardar la estabilidad financiera.

Otros miembros del Comité Ejecutivo también comparecieron ante el Parlamento Europeo en varias ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual 2007 del BCE ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció en dos ocasiones ante la Comisión para facilitar información sobre los últimos avances en el ámbito de la compensación y liquidación de valores y el proyecto TARGET2-Securities del Eurosistema. Jürgen Stark presentó el Informe de Convergencia 2008 del BCE ante la citada Comisión y participó en un debate sobre la incorporación de Eslovaquia a la zona del euro. Lorenzo Bini Smaghi participó en una mesa redonda organizada por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios en la que se trataron los diez primeros años de la UEM y los retos futuros.

Además, expertos del BCE y miembros del Parlamento Europeo debatieron sobre materias en las que el BCE tiene experiencia específica (por ejemplo, la falsificación de billetes en euros, los requerimientos de capital y las estadísticas). De conformidad con la práctica establecida, una delegación de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios realizó una visita al BCE con el fin de intercambiar opiniones con los miembros del Comité Ejecutivo sobre diversos temas. El BCE continuó también con la práctica de responder voluntariamente a las preguntas formuladas por escrito por miembros del Parlamento Europeo sobre cuestiones relacionadas con su ámbito de competencias.

## 2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En las tomas de contacto entre el Parlamento Europeo y el BCE se trató una amplia variedad de temas. Las cuestiones principales planteadas por el Parlamento Europeo durante ese intercambio de opiniones se presentan más adelante.

### RESOLUCIÓN DEL PARLAMENTO EUROPEO SOBRE EL INFORME ANUAL 2007 DEL BCE

De conformidad con la práctica establecida, el Parlamento Europeo adoptó una resolución sobre el Informe Anual 2007 del BCE, emitida por iniciativa propia, el 9 de julio de 2008. En esta resolución, el Parlamento Europeo respaldó la total independencia del BCE y admitió que la publicación de las actas de las reuniones del Consejo de Gobierno podría dar lugar a presiones políticas sobre sus miembros. La resolución también reconocía el excelente trabajo realizado por el BCE en la gestión de las turbulencias financieras y subrayaba el hecho de que, antes del inicio de la crisis en los mercados financieros, los principales bancos centrales, incluido el BCE, habían advertido de que no se debían infravalorar los riesgos. Además, en la resolución se ponían de relieve los beneficios de la estrategia de política monetaria basada en dos pilares del Eurosistema.

### REGULACIÓN FINANCIERA

El Parlamento Europeo y el BCE continuaron su estrecho diálogo sobre temas relacionados con la regulación financiera. En sus resoluciones sobre este tema, el Parlamento pidió que se introduzcan elementos contracíclicos adecuados en los requerimientos de capital de todas las entidades que operan en los mercados financieros. El Parlamento Europeo también consideró que eran necesarios una divulgación y un trato contable adecuados de las partidas no incluidas en el balance, e instó a que se proporcione más y mejor información sobre productos complejos y sobre el proceso de titulización. En cuanto a las agencias de calificación crediticia, el Parlamento propugnó la instauración de un mecanismo de revisión a escala de la UE, así como la adopción de medidas para aumentar la transparencia de las metodologías de calificación y de los sistemas de aseguramiento de la calidad.

Durante su comparecencia ante la reunión conjunta del Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales que tuvo lugar el 23 de enero de 2008, el presidente advirtió de que la creciente complejidad de los instrumentos financieros y la falta de claridad en lo que respecta a la exposición al riesgo de las instituciones financieras podrían generar un aumento de la incertidumbre acerca del nivel de riesgo asumido y de quién asume el riesgo en última instancia, que podrían provocar un contagio más generalizado. El presidente subrayó la necesidad de incrementar la transparencia y de que el marco regulatorio incorpore elementos de carácter más contracíclico, e instó a las instituciones financieras a mejorar sus prácticas de gestión de riesgos. El presidente puso de relieve en varias ocasiones la necesidad de una rápida implementación del plan de actuación estratégico del Consejo ECOFIN que presenta las medidas de política económica necesarias para afrontar las turbulencias financieras.

### EL MARCO DE LA UE PARA LA SUPERVISIÓN Y LA ESTABILIDAD FINANCIERAS

El marco de la UE para la supervisión y la estabilidad financieras también ocupó un destacado lugar en los contactos entre el BCE y el Parlamento Europeo. En las diversas resoluciones adoptadas sobre este tema, el Parlamento observó que la supervisión financiera en Europa no había progresado al mismo ritmo que la integración de los mercados financieros de la UE. En consecuencia, el Parlamento consideró que era necesario crear «colegios de supervisores» para los grupos financieros transfronterizos más importantes, así como reforzar y clarificar el régimen jurídico y la rendición de cuentas de los Comités de nivel 3 del marco Lamfalussy (para más información sobre este marco, véase la sección 2 del capítulo 4). El Parlamento Europeo también instó al BCE y al SEBC a que desempeñen un papel activo en la formulación y la aplicación de las políticas de la UE en materia de supervisión macroprudencial y estabilidad financiera, e hizo un llamamiento a las autoridades supervisoras y a los bancos centrales para que faciliten al BCE –a través del Comité de Supervisión

Bancaria– la información microprudencial que sea relevante. Por último, el Parlamento recomendó la adopción de actos legislativos para mejorar los mecanismos de prevención y de gestión de crisis.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente subrayó que se debería aprovechar al máximo el potencial del marco Lamfalussy y aplicar con rapidez las decisiones previstas en el plan de actuación sobre la revisión del marco. El presidente también recomendó la rápida aplicación de las medidas previstas en el plan de actuación para reforzar los mecanismos de estabilidad financiera de la UE y, en particular, puso de relieve la necesidad de una interacción eficaz y un intercambio de información adecuado entre las autoridades supervisoras y los bancos centrales.

#### **DIEZ PRIMEROS AÑOS DE LA UEM**

El Parlamento Europeo también contribuyó al debate sobre los diez primeros años de existencia de la UEM (véase recuadro 12). El 18 de noviembre de 2008 adoptó una resolución en la que exponía su opinión sobre los diez primeros años de la UEM. En la resolución se subrayaba que la UEM ha sido un éxito y que la moneda única ha potenciado la estabilidad y la integración económicas de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, el Parlamento consideró que era necesario seguir trabajando para aprovechar al máximo los beneficios de la UEM, en particular en lo que respecta a la introducción de reformas estructurales y a la aplicación de políticas fiscales sólidas.

El presidente del BCE se mostró de acuerdo en que la aplicación de reformas estructurales y de políticas fiscales prudentes era fundamental para asegurar el correcto funcionamiento de la UEM, y expresó su preocupación acerca de la falta de dinamismo en la aplicación de reformas estructurales y en relación con las medidas de saneamiento presupuestario.





Jean-Claude Trichet corta la tarta en el acto conmemorativo del décimo aniversario del BCE en la Alte Oper de Fráncfort el 2 de junio de 2008. De izquierda a derecha: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pöttering, Greta Duisenberg, Janez Jansa

**CAPÍTULO 7**

# **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. La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del desempeño del resto de sus funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– orientan las actividades de comunicación del BCE y contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria. Además, dichos elementos ayudan al BCE a cumplir con su obligación de rendición de cuentas, como se explica con más detalle en el capítulo 6.

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 al vicepresidente, a disposición de los medios de comunicación para responder a sus preguntas. Desde diciembre del 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 y los estados financieros consolidados del Eurosistema se publican en todos los idiomas oficiales de la UE<sup>1</sup>, al igual que el Informe Anual del BCE y la edición trimestral de su Boletín Mensual, que se publican en su versión integral<sup>2</sup>. El Informe de Convergencia también se publica en todos los idiomas oficiales, ya sea en su versión integral o en forma resumida<sup>3</sup>. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y transparencia ante la opinión pública, el BCE publica otros documentos en todos los idiomas oficiales o en algunos de ellos, como las notas de prensa sobre las decisiones de política

monetaria, las proyecciones macroeconómicas de los expertos<sup>4</sup>, las declaraciones institucionales y material informativo 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 del 2007 la excepción temporal de la UE).

3 Véase la nota 2.

4 Las proyecciones de los expertos del BCE se publican desde septiembre del 2004 y las de los expertos del Eurosistema desde diciembre del 2000.

## 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, que poseen diferentes niveles de conocimiento de economía y finanzas. Por ello, la explicación de sus funciones y sus decisiones se lleva a cabo a través de una gama de instrumentos y actividades que se intenta mejorar constantemente de modo que resulten lo más efectivos posible, teniendo en cuenta los distintos tipos de audiencia, el entorno y las necesidades en materia de comunicación.

El BCE publica varios estudios e informes como el Informe Anual, que presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior, contribuyendo así a que pueda exigirse al BCE responsabilidad por sus actuaciones. El Boletín Mensual actualiza regularmente la valoración que realiza el BCE de la evolución económica y monetaria, así como la información detallada en la que se basan sus decisiones, y el «Financial Stability Review» analiza la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro en cuanto a su capacidad para absorber perturbaciones de carácter adverso.

Todos los miembros del Consejo de Gobierno contribuyen directamente a mejorar el conocimiento y la comprensión del público sobre 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 el 2008, el presidente del BCE compareció en cinco ocasiones ante el Parlamento Europeo. Por su parte, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE pronunciaron ese año alrededor de 300 discursos ante diverso público y concedieron unas 200 entrevistas, además de publicar artículos en periódicos, revistas y prensa especializada.

Los BCN de la zona del euro desempeñan un papel importante, a nivel nacional, en la difusión 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 el 2008, el BCE organizó 12 seminarios destinados a mejorar el conocimiento y la comprensión de los representantes de los medios de comunicación nacionales e internacionales. Algunos de estos seminarios fueron organizados por el BCE por su cuenta, y otros, en colaboración con los BCN de la UE y con el Centro Europeo de Periodismo. Por primera vez, uno de ellos tuvo lugar con ocasión de la reunión que el Consejo de Gobierno celebró en Bruselas el 4 de diciembre.

En el 2008, el BCE recibió en su sede de Fráncfort a unos 14.000 visitantes, quienes obtuvieron información de primera mano en presentaciones impartidas por expertos y directivos de la institución. La mayoría de los visitantes fueron estudiantes de educación secundaria y universitarios, así como profesionales del sector financiero.

Todos los documentos que publica el BCE, así como sus variadas actividades, se difunden a través de su dirección en Internet, que en el 2008 recibió 18 millones de visitas (un 20% más que el año anterior), con 126 millones de páginas consultadas y 25 millones de documentos descargados. A lo largo del 2008, el BCE contestó a unas 60.000 consultas del público sobre diversos temas relacionados con las actividades, las políticas y las decisiones de la institución.

En el 2008, el BCE centró de forma especial sus actividades de comunicación en explicar las turbulencias financieras mundiales y sus consecuencias, así como las medidas adoptadas por el BCE y el Eurosistema. Una cuarta parte de los discursos públicos pronunciados por los miembros del Comité Ejecutivo y una tercera parte de las notas de prensa del BCE guardaron relación con este tema y se concentraron en el segundo semestre del 2008. Aumentó el número de dictámenes del BCE sobre las medidas

fiscales y reguladoras adoptadas por los distintos Estados miembros de la UE y se recibió de la prensa, del público y de los visitantes un número mucho más elevado de solicitudes de información sobre las turbulencias financieras y las medidas adoptadas por el Eurosistema. Para hacer frente a la mayor demanda de información, la sección de operaciones de mercado abierto del sitio web del BCE se amplió, con la inclusión de información sobre las operaciones de subasta y de datos sobre todas las operaciones de mercado realizadas desde 1999.

Con ocasión de su décimo aniversario, el BCE abrió sus puertas al público el 1 de junio de 2008, recibiendo 1.400 visitantes, para los que se organizaron visitas guiadas del edificio, talleres, exposiciones y juegos.

Los Días Culturales del BCE, organizados en el 2008 en colaboración con todos los bancos centrales del SEBC, estuvieron dedicados a la UE. El programa de actividades, en el que participaron artistas de los 27 Estados miembros de la UE, se hizo coincidir con las celebraciones del aniversario del BCE, a las que asistieron los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE y personas que habían destacado por su importante contribución a la realización de la UEM. Con ocasión de ese aniversario se publicó una edición especial del Boletín Mensual, en la que se pasaba revista a los diez primeros años de la UEM y se examinaban los retos futuros. La quinta conferencia del BCE sobre banca central, titulada «El euro a los diez años: enseñanzas y retos», se celebró en Fráncfort los días 13 y 14 de noviembre de 2008. A la conferencia asistieron representantes de los bancos centrales, expertos del mundo académico, participantes en el mercado y medios de comunicación del mundo entero.

En el 2008, el BCE, junto con el Národná banka Slovenska, organizó una campaña de información como parte de los preparativos para la introducción del euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009. El lema «El euro, nuestra moneda», creado por el Eurosistema, se empleó en todas las actividades de comunicación

llevadas a cabo con dicho motivo. El objetivo de la campaña de Eslovaquia, que siguió el modelo de comunicación utilizado para Eslovenia, Chipre y Malta, era familiarizar a las entidades que participan a título profesional 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 (véase capítulo 3). Los bancos centrales del Eurosistema están desarrollando un modelo de comunicación para la puesta en circulación de la segunda serie de billetes en euros, que se llevará a cabo en los próximos años.





Panel de expertos en la Quinta Conferencia del BCE sobre Banca Central, celebrada los días 13 y 14 de noviembre de 2008

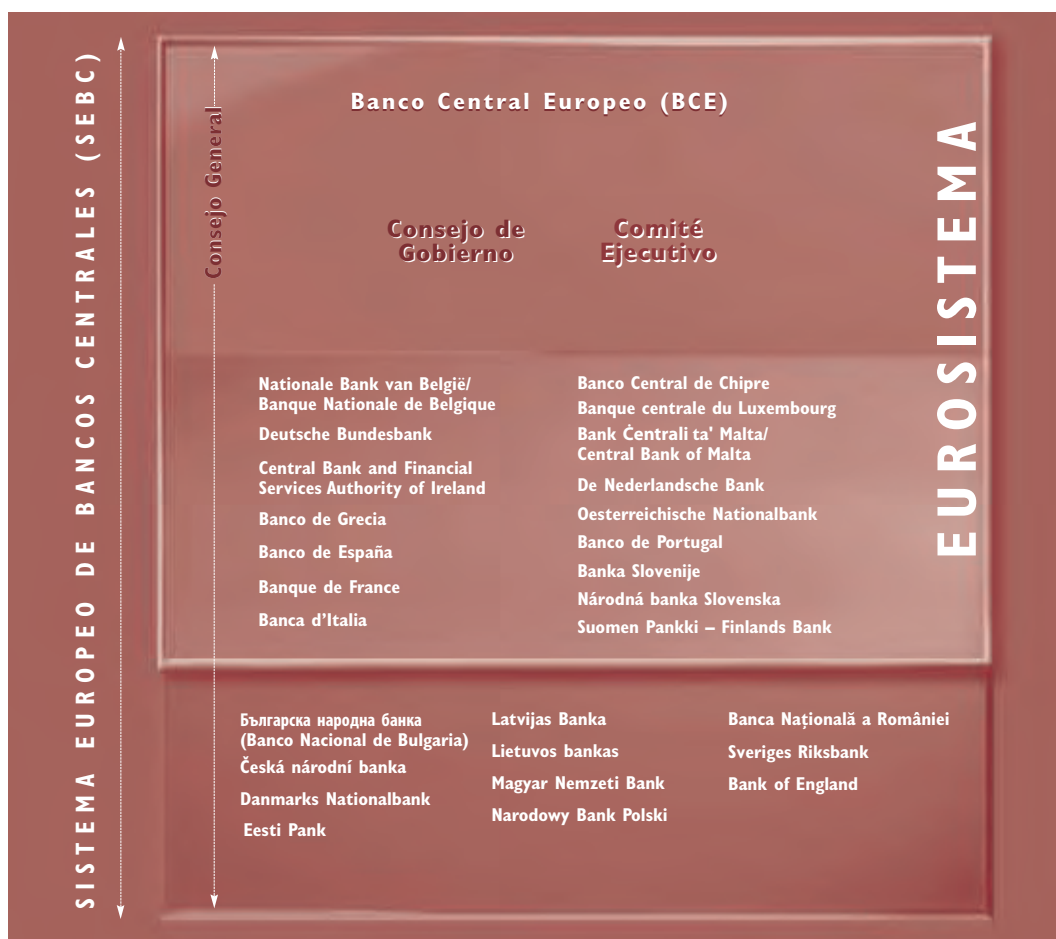
## CAPÍTULO 8

# 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 (desde el 1 de enero de 2009 son 16). El Consejo de Gobierno adoptó el término «Eurosistema» 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 Tratado de Lisboa incorpora el término «Eurosistema»<sup>1</sup>.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el BCE y los BCN de todos los Estados miembros de la UE (son 27 desde el 1 de enero de 2007), es decir, incluye también los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

El BCE es el eje del Eurosistema y del SEBC y garantiza el cumplimiento de sus respectivas funciones, ya sea por medio de sus propias actividades o a través de los BCN. El BCE tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional.

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

<sup>1</sup> Para más información sobre el Tratado de Lisboa, véase sección 1.2 del capítulo 5.

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 éstas 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, en tanto 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 correspondiente<sup>2</sup>. 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, normalmente, cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno (Alemania). En la primera reunión del mes, entre otros asuntos, efectúa una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En el 2008, se celebraron dos reuniones fuera de Fráncfort: una en Atenas, organizada por el Banco de Grecia, y la segunda en Bruselas, en la sede del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

Los miembros del Consejo de Gobierno, cuando adoptan decisiones sobre política monetaria y en relación con otras funciones asignadas al BCE y al Eurosistema, 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. El 18 de diciembre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió mantener su sistema de votación<sup>3</sup> vigente e introducir el sistema de rotación únicamente cuando el número de gobernadores de los bancos centrales nacionales de la zona del euro excediera de dieciocho<sup>4</sup>. Esta decisión hubo de tomarse después de que el número de gobernadores en el Consejo de Gobierno aumentara a dieciséis, tras la adopción del euro en Eslovaquia el 1 de enero

2 En relación con el Reglamento interno 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; 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.

3 Según se dispone el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, que limita el número de gobernadores con derecho de voto a quince, pero también prevé la posibilidad de que el Consejo de Gobierno posponga la introducción del sistema de rotación hasta que el número de gobernadores exceda de dieciocho.

4 Véanse la nota de prensa de 18 de diciembre de 2008 y la Decisión por la que se aplaza la introducción del sistema de rotación en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE/2008/29).

de 2009. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno adoptó una decisión sobre los principales aspectos relativos al funcionamiento del sistema de rotación<sup>5</sup> que se aplicará cuando el número de gobernadores exceda de dieciocho. Tras examinar distintos modelos, el Consejo de Gobierno optó por el siguiente sistema de rotación: los gobernadores rotarán en el ejercicio del derecho de voto mensualmente. El número de gobernadores sujetos a rotación en un momento dado vendrá determinado por la diferencia entre el número de gobernadores y el número de votos asignados a cada grupo menos dos, tomando el valor absoluto cuando el resultado sea un número negativo. Mediante este modelo se logra que los períodos en los que unos gobernadores no puedan ejercer el derecho de voto sean cortos y que el grupo de gobernadores que ejerza el derecho de voto mantenga una composición relativamente estable<sup>6</sup>.

- 5 El 19 de diciembre de 2002, el Consejo de Gobierno optó por un sistema de rotación según el cual los gobernadores de los BCN ejercerán su derecho de voto con una frecuencia que variará en función de un indicador del tamaño relativo de la economía de sus países dentro de la zona del euro. La asignación de los gobernadores a los distintos grupos se hará de acuerdo con dicho indicador y determinará la frecuencia con la que podrán ejercitar su derecho de voto. En la fase inicial habrá dos grupos y, una vez que se hayan incorporado 22 países de la zona del euro, habrá tres grupos. Para una descripción del sistema de rotación, véase también la nota de prensa de 20 de diciembre de 2002 en <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>
- 6 El sistema de rotación se aplicará formalmente a través de una Decisión del BCE por la que se modifica la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del BCE; se podrá obtener más información al respecto en un artículo que se publicará próximamente en el Boletín Mensual del BCE.

## CONSEJO DE GOBIERNO



### **Jean-Claude Trichet**

Presidente del BCE

### **Lucas D. Papademos**

Vicepresidente del BCE

### **Lorenzo Bini Smaghi**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Michael C. Bonello**

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta

### **Vítor Constâncio**

Gobernador del Banco de Portugal

### **Mario Draghi**

Gobernador de la Banca d'Italia

### **Miguel Fernández Ordóñez**

Gobernador del Banco de España

### **Nicholas C. Garganas**

Gobernador del Banco de Grecia (hasta el 13 de junio de 2008)

### **José Manuel González-Páramo**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Tony Grimes**

Gobernador en funciones del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (desde el 19 de julio hasta el 19 de septiembre de 2008)

### **John Hurley**

Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (desde el 1 de enero hasta el 18 de julio de 2008 y a partir del 20 de septiembre de 2008)

### **Marko Kranjec**

Gobernador del Banka Slovenije

### **Klaus Liescher**

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank (hasta el 31 de agosto de 2008)

### **Erkki Liikanen**

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

### **Ewald Nowotny**

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank (a partir del 1 de septiembre de 2008)

### **Christian Noyer**

Gobernador de la Banque de France

### **Athanasios Orphanides**

Gobernador del Banco Central de Chipre

### **George A. Provopoulos**

Gobernador del Banco de Grecia (a partir del 20 de junio de 2008)

### **Guy Quaden**

Gobernador del Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique

### **Ivan Šramko**<sup>7</sup>

Gobernador del Národná banka Slovenska (a partir del 1 de enero de 2009)

### **Jürgen Stark**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

### **Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

Gobernador en funciones del Banco de Grecia (desde el 14 hasta el 19 de junio de 2008)

### **Axel A. Weber**

Presidente del Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

Presidente del De Nederlandsche Bank

<sup>7</sup> El gobernador del Národná banka Slovenska asistió a las reuniones del Consejo de Gobierno celebradas en el 2008 en calidad de «invitado especial», tras la decisión adoptada por el Consejo ECOFIN el 8 de julio de 2008 de suprimir las excepciones de Eslovaquia con efecto a partir del 1 de enero de 2009.

### **Fila anterior**

(de izquierda a derecha):

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

### **Fila intermedia**

(de izquierda a derecha):

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

### **Fila posterior**

(de izquierda a derecha):

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark

Nota: Mario Draghi y Athanasios Orphanides no estaban presentes cuando se tomó la foto.

### I.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne normalmente 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):

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

#### Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



#### Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

#### Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

#### Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

#### José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

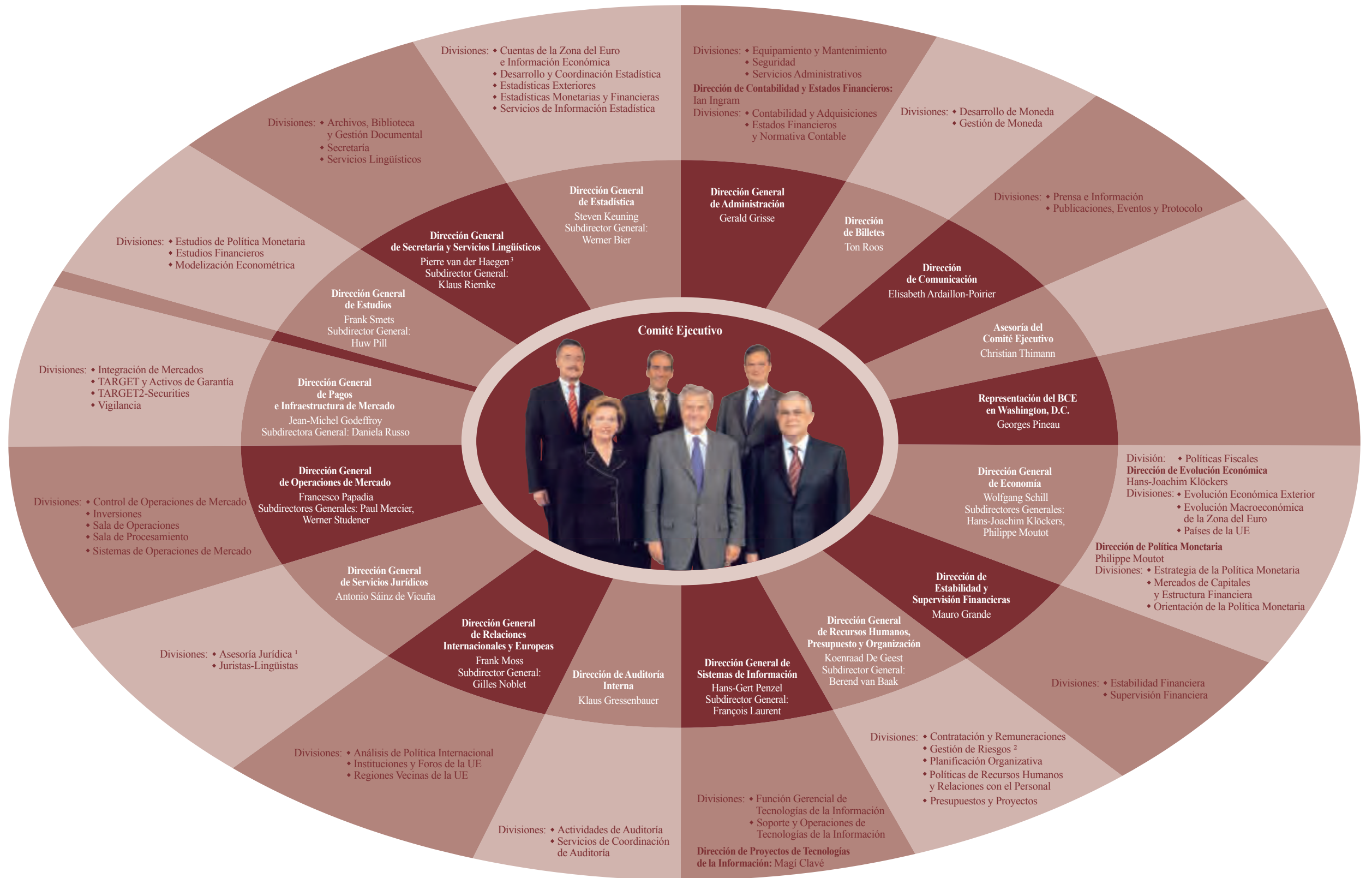
#### Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

#### Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE





**Comité Ejecutivo**

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

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

<sup>1</sup> Incluye la función de protección de datos.

<sup>2</sup> Informa directamente al Comité Ejecutivo.

<sup>3</sup> Secretario del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General.



## 1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de los 27 Estados miembros de la UE, 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 el 2008, el Consejo General se reunió cinco veces.

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

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

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

Ivan Šramko,  
George A. Protopoulos,  
Vítor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny,  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

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

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor

Nota: Mario Draghi, Mervyn King,  
Athanasios Orphanides y Mugur  
Constantin Isărescu no estaban  
presentes cuando se tomó la foto.



### Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

### Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

### Nils Bernstein

Gobernador del Danmarks Nationalbank

### Michael C. Bonello

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/ Central  
Bank of Malta

### Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

### Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

### Nicholas C. Garganas

Gobernador del Banco de Grecia

(hasta el 13 de junio de 2008)

### Tony Grimes

Gobernador en funciones del Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(desde el 19 de julio hasta el 19 de septiembre  
de 2008)

### John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
(desde el 1 de enero hasta el 18 de julio de 2008  
y a partir del 20 de septiembre de 2008)

### 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

### Klaus Liebscher

(hasta el 31 de agosto de 2008)

Gobernador del Oesterreichische  
Nationalbank

### Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands  
Bank

**Andres Lipstok**

Gobernador del Eesti Pank

**Yves Mersch**

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

**Ewald Nowotny**

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

(a partir del 1 de septiembre de 2008)

**Christian Noyer**

Gobernador de la Banque de France

**Athanasios Orphanides**

Gobernador del Banco Central de Chipre

**George A. Provopoulos**

Gobernador del Banco de Grecia

(a partir del 20 de junio de 2008)

**Guy Quaden**

Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimševiĉs**

Gobernador del Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

**András Simor**

Gobernador del Magyar Nemzeti Bank

**Sławomir Skrzypek**

Presidente del Narodowy Bank Polski

**Ivan Šramko**

Gobernador del Národná banka Slovenska

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

Gobernador en funciones del Banco de Grecia (desde el 14 hasta el 19 de junio de 2008)

**Zdeněk Tůma**

Gobernador del Česká národní banka

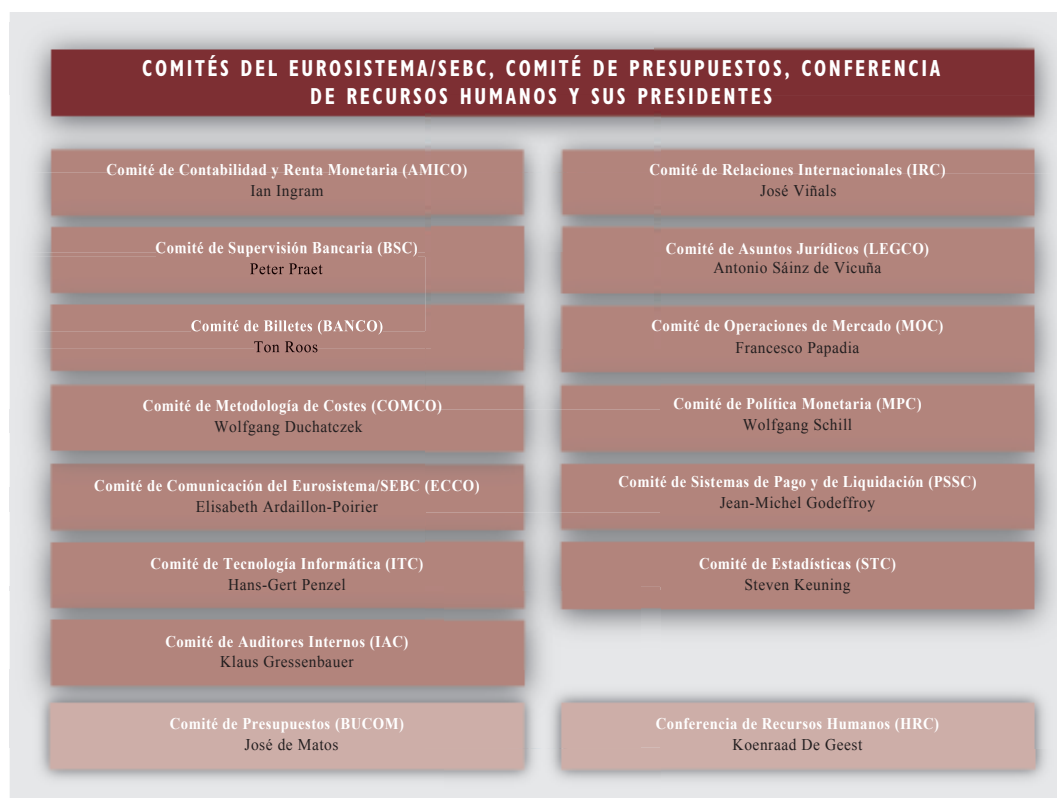
**Axel A. Weber**

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 continuado desempeñando un papel importante en la asistencia a los órganos rectores del BCE en el desarrollo de sus funciones. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han 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 en las materias respectivas, como es el caso de las autoridades supervisoras nacionales al Comité de Supervisión Bancaria. A 31 de diciembre de 2008, se habían creado 13 comités del Eurosistema/SEBC en virtud del artículo 9.1 del Reglamento interno del BCE.

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 el 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.

En consonancia con la declaración sobre la misión del Eurosistema y los principios organizativos, que establecen los objetivos explotar las sinergias existentes dentro del Eurosistema y de ganar eficiencia en términos de costes mediante economías de escala, el Consejo de Gobierno creó, en agosto del 2007, el Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema (EISC: Eurosystem IT Steering Committee), con la instrucción de dirigir la mejora continua en la utilización de la tecnología informática en el Eurosistema. Las

responsabilidades del Comité se refieren, en concreto, al gobierno de las tecnologías de la información del Eurosistema, y su objetivo es incrementar la eficacia y eficiencia en la toma de decisiones del Consejo de Gobierno en lo que se refiere a proyectos y operaciones de tecnología de la información del Eurosistema y del SEBC. El EISC, integrado por un representante de cada uno de los bancos centrales del Eurosistema, informa al Consejo de Gobierno a través del Comité Ejecutivo.

## 1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externos e internos, tres códigos de conducta y las normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

### PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo: un auditor externo, que audita 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 las empresas de auditoría<sup>8</sup>. En el año 2008, en el contexto de las funciones estatutarias del Consejo de Gobierno de formulación de recomendaciones al Consejo de la UE en relación con el nombramiento de auditores externos para los bancos centrales del SEBC, de

<sup>8</sup> KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue el auditor externo del BCE durante el período comprendido entre el 2003 y el 2007. Tras la conclusión de un concurso público y siguiendo el principio de rotación de empresas de auditoría, PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue nombrado auditor externo del BCE para los ejercicios comprendidos entre el 2008 y el 2012.

conformidad con lo dispuesto en el artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno aprobó el documento titulado «Good practices for the selection and mandate of External Auditors», que se publicó en el sitio web del BCE. Las buenas prácticas, que constituyen una guía para todos los bancos centrales del Eurosistema para las decisiones de alto nivel en la selección de los auditores externos y la posterior determinación de su mandato, permiten al Consejo de Gobierno formular recomendaciones al Consejo de la UE sobre la base de criterios de selección armonizados, uniformes y transparentes.

#### **PROCEDIMIENTOS DE CONTROL INTERNO**

La estructura de control interno del BCE se basa en una orientación funcional, en virtud de la cual cada unidad organizativa (Sección, División, Dirección o Dirección General) es responsable de sus propios riesgos y controles, así como de la eficacia y eficiencia de su funcionamiento. Para ello, las citadas unidades utilizan un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad en función del nivel de riesgo que el Comité Ejecutivo estima aceptable 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 poner en práctica la política monetaria alcance las áreas responsables de gestionar las reservas exteriores y la cartera de recursos propios del BCE. En el año 2008, el BCE continuó avanzando en lo que se refiere a la gestión del riesgo operacional. En primer lugar, una unidad central de la Dirección General de Recursos Humanos, Presupuesto y Organización coordinó un ejercicio exhaustivo de diseño descendente desde los niveles superiores a los inferiores, en el que las áreas de negocio identificaron los riesgos operacionales que, en caso de materializarse, podrían tener importantes consecuencias negativas para el negocio, así como financieras y reputacionales. El BCE y los BCN de la zona del euro desarrollaron un marco para la gestión del riesgo operacional en las funciones y procedimientos del Eurosistema, que se implantará en el 2009.

Con independencia de la estructura de control interno y de los procesos de seguimiento de riesgos del BCE, la Dirección de Auditoría Interna realiza los proyectos de auditoría, bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo. De conformidad con el mandato recogido en la Ordenanza de Auditoría del BCE<sup>9</sup>, los auditores internos del BCE prestan servicios de aseguramiento y consultoría con total independencia y objetividad, evaluando y mejorando de forma sistemática la eficacia de los procesos de gestión del riesgo, control y gobierno. La Dirección de Auditoría Interna observa las Normas Internacionales para la Práctica Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos.

El Comité de Auditoría Interna, 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.

Para fortalecer el gobierno corporativo, en abril del 2007, el Consejo de Gobierno constituyó un Comité de Auditoría del BCE, compuesto por tres miembros del Consejo y presidido por John Hurley (Gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

#### **CÓDIGOS DE CONDUCTA**

En el BCE se aplican tres Códigos de Conducta. El primero, al que han de atenerse los miembros del Consejo de Gobierno, establece su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones<sup>10</sup>. El Código sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del

<sup>9</sup> Esta Ordenanza se encuentra publicada en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

<sup>10</sup> 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.

Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando ejercen como miembros del Consejo. El Consejo de Gobierno ha puesto a disposición de sus miembros un asesor al que pueden consultar sobre determinados aspectos de la conducta profesional. El segundo código es el Código de Conducta del BCE, que sirve de guía y referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, de quienes se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones<sup>11</sup>. De conformidad con las normas sobre información privilegiada del Código de Conducta, el personal del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo tienen prohibido utilizar en provecho propio información confidencial cuando lleven a cabo actividades financieras privadas por cuenta y riesgo propios o de terceros<sup>12</sup>. El tercer código es un Código suplementario de criterios éticos para los miembros del Comité Ejecutivo<sup>13</sup>, que complementa los otros dos códigos describiendo detalladamente las normas éticas aplicables a los miembros de ese comité. Un asesor nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza una interpretación coherente de estas normas.

#### **MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE**

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adaptaron un Reglamento<sup>14</sup> 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 comunitarias.

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 del 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión<sup>15</sup> relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

#### **ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE**

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE<sup>16</sup>, adoptada en marzo del 2004, es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos comunitarios respecto al acceso público a sus documentos. Simultáneamente se mejora la transparencia y se respeta la independencia del BCE y de los BCN, al garantizarse la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE<sup>17</sup>.

En el 2008, el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

11 Véanse el 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, y la dirección del BCE en Internet.

12 Véanse el apartado 1.2 del artículo del Reglamento del Personal del BCE relativo a la conducta y el secreto profesionales, DO C 92, de 16.4.2004, p. 31, y la dirección del BCE en Internet.

13 Véase el Código suplementario de criterios éticos para los miembros del Comité Ejecutivo, DO C 230, 23.9.2006, p. 46 y la dirección del BCE en Internet.

14 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

15 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.

16 Decisión BCE/2004/3 relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo. DO L 80, 18.3.2004, p. 42.

17 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 RECURSOS HUMANOS

En el 2008, el BCE continuó implantando el marco de referencia de su política de recursos humanos, que incorpora los principios básicos y los valores de la institución en esta materia<sup>18</sup>. Este marco de referencia explica por qué se han elegido determinadas prácticas de Recursos Humanos y su complementariedad. En virtud de dicho marco, las políticas relativas a la gestión de los recursos humanos se inscriben en cuatro grandes categorías, que se describen a continuación.

#### CULTURA CORPORATIVA

Dado que su personal procede de los 27 Estados miembros de la UE, el BCE ha integrado la gestión de la diversidad en sus prácticas en materia de recursos humanos a fin de garantizar el reconocimiento de las competencias individuales de cada empleado y su plena utilización en el logro de los objetivos de la institución. En el BCE, la gestión de la diversidad se basa en la estrategia que se puso en marcha en el 2006 y tiene por objeto conseguir que todos los empleados sean tratados con consideración y que su desempeño se evalúe en función de sus méritos. En el 2008, el BCE organizó su primer foro sobre diversidad para directivos, con el objetivo de concienciar en mayor medida a los interesados en temas de diversidad y para compartir opiniones y experiencias sobre diversas cuestiones relacionadas con el género, la nacionalidad y la edad.

Los seis valores comunes del BCE (competencia, eficacia y eficiencia, integridad, espíritu de equipo, transparencia y rendición de cuentas y compromiso con Europa) se incorporaron en mayor medida a las políticas de recursos humanos, a fin de trasladarlos a la actividad diaria de sus empleados y mejorar su rendimiento.

#### DESARROLLO PROFESIONAL

Los principios generales de movilidad interna en el BCE, que animan a los empleados a cambiar de puesto de trabajo tras cinco años de servicio, siguieron recibiendo un apoyo considerable. A

los empleados del BCE, la movilidad interna les brinda la oportunidad de ampliar su experiencia y desarrollar sus capacidades, y constituye un medio para elevar el conocimiento mutuo y las sinergias entre las distintas unidades de gestión. En este sentido, la política de selección interna, que concede especial importancia a las competencias generales, pretende facilitar en mayor medida la movilidad interna del personal. En el 2008, 165 miembros del personal, incluidos 17 directivos y asesores, cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, bien de forma transitoria o durante un período de largo plazo.

El programa de experiencia laboral externa del BCE facilita el traslado temporal de sus empleados a los 27 BCN de la UE o a organismos internacionales relevantes (como el FMI o el BPI), por períodos de entre dos y doce meses. En el 2008, se acogieron a este programa 23 empleados. Además, el BCE concedió permisos no retribuidos de hasta un máximo de tres años a 30 empleados, muchos de los cuales (19) fueron contratados por algún BCN, por organismos internacionales o por empresas privadas, mientras que otros aprovecharon este permiso para ampliar su formación. El número total de empleados que disfrutaban de permisos no retribuidos al final de diciembre del 2008 era de 54 (frente a 56 en el 2007), mientras que los permisos de maternidad o paternidad ascendían a 26 (frente a 23 en el 2007).

Además de promover la movilidad con medidas como la rotación del personal directivo, la estrategia de Recursos Humanos siguió centrándose en el desarrollo de la plantilla del BCE y, en particular, en el fortalecimiento de las habilidades directivas mediante actividades de formación y tutorías individualizadas (*coaching*). La formación de los directivos se concentró en la mejora del trabajo en equipo, las capacidades de liderazgo y contratación y diversos aspectos de la gestión del desempeño.

<sup>18</sup> Los principios básicos de Recursos Humanos son: necesidad organizativa, gestión descentralizada del personal, mérito, diversidad, condiciones laborales atractivas y compromiso mutuo.



Asimismo, los directivos participaron en un ejercicio de evaluación con múltiples fuentes, en virtud del cual se identifican áreas de desarrollo profesional de los directivos, a través de informes directos de empleados, compañeros de similar nivel de responsabilidad y personal externo. Basándose en los resultados de dicha evaluación, se ofrecieron tutorías individualizadas.

Los continuos procesos de adquisición y desarrollo de capacidades y competencias profesionales por parte de todos los empleados del BCE siguen siendo clave en la estrategia de Recursos Humanos de la institución. Como principio básico, se considera que la formación y el desarrollo son una responsabilidad compartida entre los empleados y la institución. Por una parte, el BCE facilita los recursos presupuestarios y el programa de formación, y los directivos determinan las necesidades de formación del personal a su cargo para el desempeño de sus funciones. Por otra parte, los empleados se comprometen a participar en las actividades de formación y desarrollo necesarias para mantener sus conocimientos y su capacidad profesional al más alto nivel. Además de recibir formación en diversos cursos organizados internamente, los empleados siguieron participando en cursos externos orientados a satisfacer necesidades de formación específicas de carácter más «técnico». También participaron en actividades de formación organizadas en el marco de programas comunes para el SEBC o de los ofrecidos por los BCN.

En el marco de la llamada *Secondary Training Policy*, el BCE facilitó ayudas a 12 de sus empleados para adquirir una titulación que incrementara su competencia profesional por encima de los requisitos exigidos en su puesto de trabajo actual.

### CONTRATACIÓN

Al final del 2008, el número de empleos equivalentes a tiempo completo en el personal contratado por el BCE ascendió a 1.536 (en comparación con 1.478 al final del 2007)<sup>19</sup>.

La incorporación de nuevo personal para cubrir puestos fijos se realizó mediante contratos de cinco años para puestos directivos y de tres años para el resto de puestos de trabajo. Estos contratos temporales pueden convertirse en indefinidos, sujetos a consideraciones organizativas y al desempeño individual. También pueden ofrecerse contratos temporales para cubrir ausencias temporales de empleados fijos de más de doce meses de duración, por ejemplo, en caso de baja por maternidad o paternidad o permisos sin sueldo. En el 2008, el BCE ofreció un total de 108 contratos temporales. Por otra parte, en el 2008 dejaron el BCE 45 empleados con contratos temporales o indefinidos. Asimismo, en el 2008 se suscribieron 113 contratos de corta duración (además de algunas prórrogas de contratos del 2007) para cubrir ausencias de menos de un año, mientras que a lo largo del año expiraron 83 de estos contratos.

El BCE también ofrece contratos de corto plazo a empleados de los BCN y organismos internacionales, lo que permite a ambas partes la posibilidad de intercambiar experiencias, fomentando con ello el espíritu de equipo en el SEBC. A 31 de diciembre de 2008, trabajaban en el BCE en distintas funciones 122 empleados de BCN y organismos internacionales (frente a los 91 registrados a 31 de diciembre de 2007).

En septiembre del 2008, se incorporó al Banco el tercer grupo de participantes en el programa de postgrado del BCE, orientado a recién licenciados con amplia formación académica, a los que se ofrecieron contratos de dos años no prorrogables. La primera generación de participantes concluyó el programa en el 2008, y un gran número de ellos consiguieron con éxito puestos de trabajo temporales convertibles en indefinidos en el BCE.

El BCE ofreció también contratos en prácticas a estudiantes y licenciados con formación

<sup>19</sup> Queda excluido el personal con permiso sin sueldo. Este número incluye el personal con contratos indefinidos o temporales y los participantes en el Programa de investigación de posgrado del BCE. También incluye las bajas por maternidad y las bajas por enfermedad de larga duración.

en economía, estadística, administración de empresas, derecho y traducción. A 31 de diciembre de 2008, trabajaban en el BCE con esta modalidad de contrato 84 becarios.

Asimismo, el BCE convocó dos 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.

### **CONDICIONES LABORALES**

En vista de la evolución más reciente de la esperanza de vida y de la financiación a largo plazo, el BCE ha llevado a cabo un examen del plan de jubilación que ofrece a sus empleados y se prevé que las conclusiones extraídas de este estudio sean implementadas a comienzos del 2009.

En el 2008, el BCE también sometió a examen sus procedimientos disciplinarios y de apelación. Los cambios introducidos tienen por objeto aumentar la eficacia y la eficiencia de ambos procedimientos sin menoscabo de los derechos que disfrutaban los empleados del Banco.

Con el fin de avanzar en la conciliación de la vida laboral y familiar, mejorando al mismo tiempo la capacidad de reacción del BCE, el Comité Ejecutivo decidió, en el 2008, poner en marcha un proyecto piloto para introducir progresivamente el trabajo desde casa o «teletrabajo». Una vez concluido el proyecto en el 2009, se analizarán minuciosamente sus ventajas e inconvenientes para decidir si se amplía su ámbito de aplicación.

### **2.2 CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS**

Las actividades de la Conferencia de Recursos Humanos (CRH) y sus subestructuras abarcaron diversos aspectos de la formación y el desarrollo profesional en el 2008. Basándose en un análisis de las necesidades, se han desarrollado nuevas actividades de formación del SEBC, que se introducirán en el 2009. Asimismo, la

Conferencia tomó medidas para aumentar la movilidad dentro del SEBC, a fin de brindar oportunidades a los empleados de los bancos centrales del Eurosistema/SEBC para aprender de las respectivas experiencias y fomentar la cooperación y el espíritu de equipo.

Además, en aras del intercambio de experiencias y de la definición de las mejores prácticas, la CRH y el Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC organizaron una conferencia sobre comunicación en Recursos Humanos, en la que estuvieron representados todos los bancos centrales del SEBC. En sus reuniones, la CRH trató otros temas, como la demografía, los centros de evaluación (*assessment centres*) y el futuro de los Recursos Humanos en Europa y principales desafíos que se plantearán de aquí al año 2015.

### **2.3 NUEVA SEDE DEL BCE**

En el 2008, se avanzó aún más con respecto a la construcción de la nueva sede en el Ostend de Fráncfort.

En abril del 2008, comenzaron, en el nuevo solar, los trabajos preliminares de las obras de construcción. Los dos edificios anexos de cuatro plantas ubicados al final del Grossmarkthalle se demolieron manualmente, reservándose la mayoría de los ladrillos para la renovación de la fachada, a fin de mantener el color y la textura de los ladrillos originales. A finales de la primavera, comenzaron los primeros trabajos de excavación de las dos plantas sótano de las torres de oficinas y del aparcamiento subterráneo para uso de los empleados en la zona sur del solar. Posteriormente, se plantaron los cimientos. Estos trabajos de preparación finalizaron en septiembre del 2008, conforme al programa y al presupuesto establecidos.

El 6 de mayo de 2008, la alcaldesa de la ciudad de Fráncfort, Petra Roth, presentó al presidente del BCE la licencia de obras para la nueva sede de la institución. La licencia representa la aprobación jurídica formal de la nueva

sede, que se construirá en el solar que ocupaba anteriormente el Grossmarkthalle.

El 25 de junio de 2008, el BCE decidió concluir oficialmente el procedimiento de licitación internacional de las obras de construcción de su nueva sede en Fráncfort ante la falta de resultados económicos satisfactorios, ya que la propuesta presentada excedía considerablemente los límites del presupuesto estimado del BCE. Durante el verano y el otoño del 2008, los arquitectos y urbanistas realizaron un análisis en profundidad de la situación imperante en el sector de la construcción. Basándose en este análisis, el Consejo de Gobierno decidió, en noviembre del 2008, modificar la estrategia de la licitación, dividiendo las obras de construcción en operaciones y lotes separados, y reiniciar el procedimiento de licitación de dichas obras conforme al nuevo plan. A lo largo de 2009, se cursarán unas 15 invitaciones para presentar ofertas para las obras de la estructura, la fachada y otras partes del edificio. El objetivo de esta estrategia es atraer un mayor número de pujas, incluso de medianas empresas, y encontrar empresas especializadas para cada operación. La estrategia se basará en las condiciones de mercado equilibradas que se aplican con frecuencia en el sector de la construcción.

El BCE mantiene su firme compromiso de no sobrepasar el coste de la construcción estimado en unos 500 millones de euros (a precios constantes del 2005). Estos costes se revalorizan en consonancia con los índices de precios oficiales pertinentes elaborados por el instituto nacional de estadística de Alemania (Statistisches Bundesamt). Se considera que la construcción de la nueva sede, destinada a satisfacer las necesidades específicas del BCE, representa la mejor opción en términos de eficiencia en función del coste (valor del dinero).

A finales del año 2009, tras evaluar el resultado de la licitación, el Consejo de Gobierno adoptará las decisiones necesarias para el seguimiento del proceso.

## **2.4 OFICINA DE COORDINACIÓN DE ADQUISICIONES DEL EUROSISTEMA**

En julio del 2007, y con el fin de promover la cooperación en el ámbito de las adquisiciones dentro del Eurosistema, el Consejo de Gobierno decidió crear la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema (EPCO, en sus siglas en inglés), en la que participan, con carácter voluntario, 20 bancos centrales del SEBC. En diciembre del 2007, la Banque centrale du Luxembourg fue elegida sede de la EPCO para el período comprendido entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de diciembre de 2012. En el 2008 se contrató a los cuatro empleados de la EPCO y se celebraron siete reuniones de expertos en adquisiciones procedentes de los bancos centrales participantes. Los trabajos se centraron en la formulación de prácticas óptimas. En noviembre del 2008, el Consejo de Gobierno adoptó una decisión por la que se establece el marco para las adquisiciones conjuntas del Eurosistema. Basándose en esta decisión, que tiene por objeto garantizar el trato equitativo a los bancos centrales que participen en dichas adquisiciones, el Consejo de Gobierno aprobó también un plan de adquisiciones para el año 2009. La EPCO se guía por el Comité de Coordinación, que depende del Consejo de Gobierno a través del Comité Ejecutivo.

### 3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El Diálogo Social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes de los empleados de los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos<sup>20</sup>. Su objetivo es proporcionar información e intercambiar 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 por medio de las reuniones que se celebran en abril y octubre. Las reuniones que tuvieron lugar en el año 2008 se centraron en temas de cooperación y especialización en el Eurosistema, el Tratado de Lisboa y sus implicaciones para el SEBC y en el papel desempeñado por las operaciones de mercado y la supervisión financiera en épocas de turbulencias. También se abordaron cuestiones relacionadas con la producción y la circulación de billetes, así como con los sistemas de pago (TARGET2, TARGET2-Securities y CCBM2). Se informó, asimismo, a los representantes de los empleados de las actividades desarrolladas por la Conferencia de Recursos Humanos.

Se estableció un grupo de trabajo ad hoc sobre producción y circulación de billetes. En él intervienen un número limitado de participantes y su objetivo es tratar las cuestiones técnicas relacionadas con los billetes antes de que tenga lugar la reunión plenaria del Diálogo Social del SEBC.

20 El Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa) Finance y la European Federation of Public Service Unions (EPSU).

## 4 CUENTAS ANUALES DEL BCE

# INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2008

## I NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en el 2008 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

La información relacionada con el gobierno del BCE puede consultarse en el capítulo 8.

### MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO

Los miembros del Comité Ejecutivo son nombrados de común acuerdo por los Gobiernos de los Estados miembros representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, sobre la base de una recomendación del Consejo de la UE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno.

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 29 «Gastos de personal» de las Cuentas Anuales.

## EMPLEADOS

La cifra media de empleados del BCE (el equivalente a tiempo completo)<sup>1</sup> con contratos indefinidos o temporales aumentó de 1.448 en el 2007 a 1.499 en el 2008. Al final del 2008, había 1.536 empleados. Se puede encontrar información más detallada al respecto en la nota 29 «Gastos de personal» de las Cuentas Anuales y en la sección 2 del capítulo 8, donde se describe asimismo la estrategia de recursos humanos del BCE.

## 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, y por los rendimientos de los mismos. Estos activos están destinados a financiar las operaciones del BCE en los mercados de divisas realizadas con los fines establecidos en el Tratado.

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 y de precio del oro, el fondo de reserva general y los ingresos acumulados en la cartera en el pasado. Su objetivo es proporcionar al BCE ingresos que contribuyan a cubrir sus gastos de explotación.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2.

## PROCEDIMIENTO PRESUPUESTARIO

La función del Comité de Presupuestos (BUCOM), compuesto por expertos del BCE

<sup>1</sup> Los empleados con permisos no retribuidos no están incluidos. Esta cifra incluye el personal 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.



y de los BCN de la zona del euro, 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. 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 BUCOM.

#### **4 RESULTADO FINANCIERO**

##### **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.

##### **PROVISIÓN POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS 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 activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses, yenes y oro, que se invierten en su mayor parte en instrumentos que generan intereses.

En el 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. A 31 de diciembre de 2007, el importe de esta provisión ascendía a 2.668.758.313 euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta contribuyeron asimismo a esta provisión con 4.795.450 euros y 2.388.127 euros, respectivamente, con efectos a partir del 1 de enero de 2008. Tomando en consideración los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió transferir un importe adicional de 1.339.019.690 euros a 31 de diciembre de 2008, incrementándose dicha provisión hasta el máximo permitido de 4.014.961.580 euros. El Consejo de Gobierno ha decidido que el montante de la provisión, junto con el importe mantenido en el fondo de reserva general del BCE, no podrá exceder el valor de las participaciones del capital desembolsadas por los BCN de la zona del euro.

Esta provisión se utilizará para compensar pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no cubiertas por las cuentas de revalorización. 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.

##### **RESULTADOS FINANCIEROS DEL 2008**

Los ingresos netos del BCE previos a la dotación de la provisión de riesgos fue de 2.661 millones de euros, frente a los 286 millones de euros del 2007. Los beneficios netos, una vez dotada la provisión, ascendieron a 1.322 millones de euros, que fueron distribuidos a los BCN.

En el 2007, la apreciación del euro frente al dólar estadounidense y, en menor medida, frente al yen se tradujo en una disminución del valor en euros de las tenencias del BCE de

activos denominados en dichas monedas de, aproximadamente, 2,5 mm de euros, que se registró en la cuenta de pérdidas y ganancias. En el 2008, la depreciación del euro frente al yen y al dólar estadounidense se tradujo en una ganancia no realizada de aproximadamente 3,6 mm de euros. Estas ganancias se registraron en las cuentas de revalorización, en consonancia con los principios contables comunes establecidos por el Consejo de Gobierno para el Eurosistema.

Los ingresos netos se redujeron de 2.421 millones de euros en el 2007 a 2.381 millones de euros en el 2008, como consecuencia, principalmente, del descenso de ingresos netos por intereses denominados en dólares estadounidenses y de una remuneración más elevada de los activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas. La reducción de los ingresos netos resultante se compensó sólo parcialmente por el aumento de los ingresos con los intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema, como reflejo, principalmente, del incremento general de los billetes en euros en circulación.

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras se redujeron desde 779 millones de euros del 2007 hasta 662 millones de euros en el 2008, debido, principalmente, al menor volumen de oro vendido de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, que entró en vigor el 27 de septiembre de 2004, suscrito por el BCE. El descenso de las ganancias netas resultado de estas operaciones se vio sólo parcialmente compensado por el aumento de las ganancias netas procedentes de las ventas de valores efectuadas durante el 2008, tras el descenso de los tipos de interés estadounidenses registrado ese año.

Los gastos de administración del BCE, incluida la amortización, aumentaron de 385 millones de euros en el 2007 a 388 millones en el 2008.

#### **VARIACIÓN DEL CAPITAL DEL BCE**

De conformidad con las Decisiones del Consejo 2007/503/CE y 2007/504/CE, de 10 de Julio

de 2007, Chipre y Malta adoptaron la moneda única el 1 de enero de 2008. Por tanto, con arreglo al artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta desembolsaron en esa fecha el resto de su capital suscrito del BCE. Como resultado, el capital desembolsado del BCE se incrementó de 4.127 millones de euros a 31 de diciembre de 2007, a 4.137 millones de euros a 1 de enero de 2008.

## **5 OTRAS CUESTIONES**

### **CUESTIONES AMBIENTALES**

Sobre la base del marco sobre la política ambiental, adoptado por el BCE a finales del 2007, durante el 2008 se elaboró un inventario sobre los aspectos ambientales de la administración del BCE y una primera estimación de su impacto ecológico. Asimismo, el BCE ha decidido implantar un sistema de gestión ambiental conforme a las normas ISO 14001 y EMAS, reconocidas internacionalmente. Se ha puesto en marcha un proyecto para obtener la certificación del sistema de gestión ambiental del banco en el 2010 y algunas medidas ya se han aplicado con éxito en el 2008.

### **GESTIÓN DEL SERVICIO DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN**

El BCE ha sido el primer banco central que ha obtenido la certificación de adecuación a la norma internacional ISO/IEC 20000 por la excelencia en la gestión del servicio de tecnologías de la información en el 2008. La norma ISO/IEC 20000 describe un conjunto integrado de procesos de gestión que permite una prestación de los servicios informáticos eficaz, tanto con relación a la organización como a sus usuarios. Su aplicación ha constituido una contribución muy importante en la prestación de los servicios informáticos en el BCE, que se ha traducido en ventajas apreciables y en un elevado grado de satisfacción de los usuarios finales.

## BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2008

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2008 €	2007 €
<b>Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>10.663.514.154</b>	<b>10.280.374.109</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>2</b>		
Activos frente al FMI		346.651.334	449.565.998
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores		41.264.100.632	28.721.418.912
		<b>41.610.751.966</b>	<b>29.170.984.910</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>2</b>	<b>22.225.882.711</b>	<b>3.868.163.459</b>
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>3</b>		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos		<b>629.326.381</b>	<b>0</b>
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>25.006</b>	<b>13.774</b>
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>5</b>		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		61.021.794.350	54.130.517.580
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		234.095.515.333	17.241.183.222
		<b>295.117.309.683</b>	<b>71.371.700.802</b>
<b>Otros activos</b>	<b>6</b>		
Inmovilizado material		202.690.344	188.209.963
Otros activos financieros		10.351.859.696	9.678.817.294
Diferencias por valoración de partidas fuera del balance		23.493.348	34.986.651
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		1.806.184.794	1.365.938.582
Diversos		1.272.185.672	69.064.934
		<b>13.656.413.854</b>	<b>11.337.017.424</b>
<b>Total activo</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>

<b>PASIVO</b>	<b>NOTA NÚMERO</b>	<b>2008 €</b>	<b>2007 €</b>
<b>Billetes en circulación</b>	<b>7</b>	<b>61.021.794.350</b>	<b>54.130.517.580</b>
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	<b>8</b>	<b>1.020.000.000</b>	<b>1.050.000.000</b>
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>9</b>	<b>253.930.530.070</b>	<b>14.571.253.753</b>
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	<b>10</b>	<b>272.822.807</b>	<b>0</b>
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	<b>10</b>	<b>1.444.797.283</b>	<b>667.076.397</b>
Depósitos y otros pasivos			
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>11</b>	<b>40.149.615.805</b>	<b>40.041.833.998</b>
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera			
<b>Otros pasivos</b>	<b>12</b>		
Diferencias por valoración de partidas fuera del balance		1.130.580.103	69.589.536
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		2.284.795.433	1.848.257.491
Diversos		1.797.414.878	659.763.920
		<b>5.212.790.414</b>	<b>2.577.610.947</b>
<b>Provisiones</b>	<b>13</b>	<b>4.038.858.227</b>	<b>2.693.816.002</b>
<b>Cuentas de revalorización</b>	<b>14</b>	<b>11.352.601.325</b>	<b>6.169.009.571</b>
<b>Capital y reservas</b>	<b>15</b>		
Capital		4.137.159.938	4.127.136.230
<b>Beneficio del ejercicio</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>
<b>Total pasivo</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>

## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO QUE FINALIZÓ EL 31 DE DICIEMBRE DE 2008

	NOTA NÚMERO	2008 €	2007 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva		997.075.442	1.354.887.368
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema		2.230.477.327	2.004.355.782
Otros ingresos por intereses		8.430.894.437	4.380.066.479
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>11.658.447.206</i>	<i>7.739.309.629</i>
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas		(1.400.368.012)	(1.356.536.045)
Otros gastos por intereses		(7.876.884.520)	(3.962.006.944)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(5.318.542.989)</i>
<b>Ingresos netos por intereses</b>	<b>23</b>	<b>2.381.194.674</b>	<b>2.420.766.640</b>
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	<b>24</b>	662.342.084	778.547.213
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	<b>25</b>	(2.662.102)	(2.534.252.814)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio y de precio		(1.339.019.690)	(286.416.109)
<b>Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos</b>		<b>(679.339.708)</b>	<b>(2.042.121.710)</b>
<b>Gastos netos por honorarios y comisiones</b>	<b>26</b>	<b>(149.007)</b>	<b>(621.691)</b>
<b>Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones</b>	<b>27</b>	<b>882.152</b>	<b>920.730</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>28</b>	<b>7.245.593</b>	<b>6.345.668</b>
<b>Total ingresos netos</b>		<b>1.709.833.704</b>	<b>385.289.637</b>
Gastos de personal	<b>29</b>	(174.200.469)	(168.870.244)
Gastos de administración	<b>30</b>	(183.224.063)	(184.589.229)
Amortización del inmovilizado material		(23.284.586)	(26.478.405)
Gastos de producción de billetes	<b>31</b>	(6.871.050)	(5.351.759)
<b>Beneficio del ejercicio</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>

Fráncfort del Meno, 24 de febrero de 2009

BANCO CENTRAL EUROPEO

Jean-Claude Trichet  
Presidente

# NORMATIVA CONTABLE<sup>1</sup>

## 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 continuación<sup>2</sup> 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, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

## RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos o pasivos sólo 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, 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 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 2008, se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2008.

## VALORES

Los valores negociables y activos similares se valoran de forma individualizada al precio

1 La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE está recogida en la Decisión BCE/2006/17, DO L 348, de 11.12.2006, p. 38, según texto modificado.

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.



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 2008, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2008. Los valores no negociables se valoran por el precio de adquisición, y las acciones no líquidas, 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 incurrir. 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 exceden 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 a final de año, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado o al tipo de cambio de fin de año.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

### 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 sólo se registran en el balance cuando la garantía consiste en el depósito de efectivo en una cuenta del BCE. En el 2008, 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, las operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de los *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 en 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<sup>3</sup>, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase el capítulo 2), 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-SEBC denominados en euros de los BCN de la zona del euro frente al BCE, a excepción del capital del BCE y del pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, son reflejados como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

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).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro con el BCE, derivados de su participación en TARGET2<sup>4</sup>, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

### TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos, excepto terrenos, se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos 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

El período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas que actualmente ocupa el BCE se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

### PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos

<sup>3</sup> El sistema de primera generación, caracterizado por su descentralización técnica, se sustituyó progresivamente por un sistema de segunda generación (TARGET2), basado en una infraestructura técnica única denominada Plataforma Compartida Única (SSP). La migración a TARGET2 se inició en noviembre del 2007 y finalizó en mayo del 2008.

<sup>4</sup> A 31 de diciembre de 2008, los BCN no pertenecientes a la zona del euro participantes en TARGET2 eran: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski y Eesti Pank.

mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados.

### **BALANCE**

El pasivo que se refleja en el balance respecto a los planes de prestación definida es el siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas en 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 determina descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando los tipos de interés de valores de renta fija de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo del pasivo por pensión del que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes derivados de la 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 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; y
- (d) cualquier pérdida o ganancia actuarial reflejada en la Cuenta de pérdidas y ganancias utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%».

### **SISTEMA DE «BANDA DE FLUCTUACIÓN DEL 10%»**

Las pérdidas y ganancias actuariales netas acumuladas 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.

### **PENSIONES DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO Y OTRAS OBLIGACIONES DE JUBILACIÓN**

Existen planes de pensiones para los miembros del Comité Ejecutivo del BCE no financiados 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 anteriormente.

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 euros<sup>5</sup>. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna a los bancos centrales del Eurosistema el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes<sup>6</sup>.

5 Decisión BCE/2001/15, de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros, DO L 337, de 20.12.2001, p. 52, según el texto modificado.

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.

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 intereses<sup>7</sup>, se presentan en la subpartida «Cuentas intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). Los ingresos por intereses devengados por estos activos se incluyen en la partida «Ingresos netos por intereses». Estos ingresos se asignan a los BCN en el ejercicio en el que se devengan y se distribuyen el segundo día hábil del ejercicio siguiente<sup>8</sup>. Asimismo, 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, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, o reducir estos ingresos en razón de los gastos en que ha incurrido el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

## RECLASIFICACIONES

Algunas partidas se reclasificaron en el 2008 a efectos de presentación. Los balances comparables a 31 de diciembre de 2007 se han ajustado correspondientemente. Las reclasificaciones se describen en las Notas al balance<sup>9</sup>.

## 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 del 2012.

7 Decisión BCE/2001/16, de 6 de diciembre de 2001, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002, DO L 337, de 20.12.2001, p. 55, según el texto modificado.

8 Decisión BCE/2005/11, de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación, DO L 311, de 26.11.2005, p. 41.

9 Las reclasificaciones cumplen la normativa que regula la contabilidad del BCE recogida en la Decisión BCE/2006/17, DO L 348 de 11.12.2006, p. 38, según texto modificado.

## NOTAS AL BALANCE

### I ORO Y DERECHOS EN ORO

A 31 de diciembre de 2008, las tenencias del BCE ascendían a 17.156.546 onzas de oro fino, frente a 18.091.733 onzas en el 2007. Esta reducción se debió a: a) las ventas de 963.987 onzas de oro fino efectuadas conforme al «Central Bank Gold Agreement» –que entró en vigor el 27 de septiembre de 2004– suscrito por el BCE, y b) las transferencias al BCE de 19.151 y 9.649 onzas de oro fino<sup>10</sup> realizadas, respectivamente, por el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en el momento de la adopción por Chipre y Malta de la moneda única, de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC. El descenso del equivalente en euros de esas tenencias, resultante de estas operaciones, fue compensado con creces por el considerable aumento del precio del oro en el 2008 (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

#### ACTIVOS FRENTE AL FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2008, 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. El DEG se define en términos de una cesta de divisas, y su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen). 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).

### DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES, PRÉSTAMOS AL EXTERIOR Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES; Y 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. La amortización de descuentos y primas sobre valores denominados en moneda extranjera se incluía anteriormente en las partidas «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados» y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», respectivamente. El BCE ha decidido, por razones de presentación, trasladar estos conceptos a la partida «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores». Los balances comparables a 31 de diciembre de 2007 se han ajustado correspondientemente.

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2008 €	2007 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	5.808.582.148	761.073.851	5.047.508.297
Depósitos	573.557.686	688.783.688	(115.226.002)
Adquisiciones temporales	379.961.453	543.247.188	(163.285.735)
Inversiones en valores	34.501.999.345	26.728.314.185	7.773.685.160
<b>Total</b>	<b>41.264.100.632</b>	<b>28.721.418.912</b>	<b>12.542.681.720</b>

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2008 €	2007 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	619.534	574.945	44.589
Depósitos	22.225.263.177	3.867.588.514	18.357.674.663
<b>Total</b>	<b>22.225.882.711</b>	<b>3.868.163.459</b>	<b>18.357.719.252</b>

El aumento en las cuentas corrientes mantenidas con no residentes en la zona del euro se debe principalmente a: a) la liquidación de la parte en coronas danesas de las operaciones de *swap*

<sup>10</sup> Las transferencias, por un importe agregado equivalente a 16,5 millones de euros, se realizaron con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

realizadas con el Danmarks Nationalbank vivas a 31 de diciembre de 2008 por valor de 3,9 mm de euros (véase la nota 20, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»); y b) los saldos en francos suizos por valor de 1,2 mm de euros originados en relación con el acuerdo de *swap* con el Banco Nacional Suizo<sup>11</sup> (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»). La apreciación del yen y del dólar estadounidense frente al euro, las ganancias por valores no realizadas (véase la nota 14, «Cuentas de revalorización»), la inversión de los ingresos procedentes de las ventas de oro (véase la nota 1, «Oro y derechos en oro»), y los ingresos recibidos fundamentalmente en la cartera en dólares estadounidenses también han contribuido al incremento del valor total de estas partidas.

Los depósitos relacionados con operaciones llevadas a cabo por los bancos centrales del Eurosistema para proporcionar liquidez en dólares estadounidenses a entidades de crédito de la zona del euro se incluyen en el componente depósitos bancarios con residentes en la zona del euro.

Asimismo, en el momento de la adopción de la moneda única por Chipre y Malta, con efectos a partir del 1 de enero de 2008, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta transfirieron al BCE dólares estadounidenses por un valor agregado de 93,5 millones de euros, de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC.

La posición neta del BCE en moneda extranjera<sup>12</sup> en dólares estadounidenses y yenes a 31 de diciembre de 2008 era la siguiente:

	millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	40.062
Yenes	1.084.548

### 3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

En el 2007 los depósitos bancarios y las cuentas corrientes con no residentes en la zona del euro como contrapartida directa del capital y reservas

del BCE se incluían en esta partida. El BCE ha decidido clasificar estas tenencias como una cartera específica, que se ha trasladado al apartado «Otros activos financieros». El balance comparable a 31 de diciembre de 2007 se ha ajustado correspondientemente.

A 31 de diciembre de 2008, esta partida incluía principalmente un activo por valor de 460,0 millones de euros frente al Magyar Nemzeti Bank en relación con un acuerdo con el BCE sobre cesiones temporales. Dicho acuerdo ofrece al Magyar Nemzeti Bank una facilidad de crédito de hasta 5 mm de euros para respaldar sus operaciones internas de provisión de liquidez en euros.

### 4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En el 2007 los depósitos bancarios y cuentas corrientes con residentes en la zona del euro como contrapartida directa del capital y reservas del BCE se incluían en esta partida. El BCE ha decidido clasificar estas tenencias como una cartera específica, que se ha trasladado al apartado «Otros activos financieros». El balance comparable a 31 de diciembre de 2007 se ha ajustado correspondientemente.

A 31 de diciembre de 2008, este activo estaba formado por una cuenta corriente con un residente en la zona del euro.

11 Los saldos en francos suizos reflejan las medidas de control del riesgo aplicadas por el BCE en sus subastas de *swaps* de divisas euro/franco suizo que se realizan con recortes iniciales del 5% en las operaciones a una semana y del 15% en las operaciones a 84 días.

12 Los activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, 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 residentes en la zona del euro», «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 la revalorización de los precios de los instrumentos financieros denominados en moneda extranjera.



## 5 ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA

### 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).

### OTROS ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA (NETO)

En el 2008 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). El aumento de esta posición se debió principalmente a las operaciones de *swap* realizadas con los BCN en relación con operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

Esta rúbrica incluye 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 (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

	2008 €	2007 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	420.833.781.929	145.320.642.526
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(185.532.591.178)	(128.079.459.304)
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes	(1.205.675.418)	0
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	234.095.515.333	17.241.183.222

## 6 OTROS ACTIVOS

### INMOVILIZADO MATERIAL

A 31 de diciembre de 2008, estos activos incluyen los siguientes elementos:

	2008 €	2007 €	Diferencia €
<b>Coste</b>			
Terrenos y construcciones	159.972.149	156.964.236	3.007.913
Equipamiento y aplicaciones informáticos	174.191.055	168.730.634	5.460.421
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	28.862.720	27.105.564	1.757.156
Inmovilizado en curso	83.407.619	59.791.855	23.615.764
Otros activos fijos	3.577.485	1.195.290	2.382.195
<b>Coste total</b>	<b>450.011.028</b>	<b>413.787.579</b>	<b>36.223.449</b>
<b>Depreciación acumulada</b>			
Terrenos y construcciones	(59.885.983)	(49.672.589)	(10.213.394)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(160.665.542)	(150.195.777)	(10.469.765)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	(26.618.732)	(25.562.068)	(1.056.664)
Otros activos fijos	(150.427)	(147.182)	(3.245)
<b>Total depreciación acumulada</b>	<b>(247.320.684)</b>	<b>(225.577.616)</b>	<b>(21.743.068)</b>
<b>Valor neto contable</b>	<b>202.690.344</b>	<b>188.209.963</b>	<b>14.480.381</b>

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con el inicio de los trabajos de construcción de la nueva sede del BCE. Las transferencias desde dicha partida a las rúbricas de activos fijos correspondientes se efectuarán una vez dichos activos hayan sido puestos en funcionamiento.

### OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

La amortización de descuentos y primas sobre valores denominados en euros se incluía

anteriormente en las partidas «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados» y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», respectivamente. El BCE ha decidido, por razones de presentación, trasladar estos conceptos a esta partida. Los depósitos bancarios y las cuentas corrientes en euros mantenidos como contrapartida directa del capital y reservas del BCE también se incluyen ahora en esta partida (véanse la nota 3, «Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro», y la nota 4, «Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro»). Los balances comparables a 31 de diciembre de 2007 se han ajustado correspondientemente.

Los principales componentes de esta partida son:

	2008 €	2007 €	Diferencia €
Cuentas corrientes en euros	4.936.630	5.153.295	(216.665)
Depósitos bancarios en euros	150.000.000	120.000.000	30.000.000
Valores emitidos en euros	9.675.505.128	8.843.080.586	832.424.542
Adquisiciones temporales en euros	479.293.075	668.392.837	(189.099.762)
Otros activos financieros	42.124.863	42.190.576	(65.713)
Total	10.351.859.696	9.678.817.294	673.042.402

(a) Las cuentas corrientes, los depósitos bancarios, los valores y las adquisiciones temporales en euros constituyen la inversión de los fondos propios del BCE (véase la nota 12, «Otros pasivos»). El incremento neto del valor de los activos incluidos en los recursos propios del BCE se debió principalmente a la inversión en la cartera de recursos propios de la contrapartida del importe transferido a la provisión del BCE frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro en el 2007, a las ganancias no realizadas en valores (véase la nota 14, «Cuentas de revalorización») y a los ingresos recibidos en la cartera de recursos propios.

(b) El BCE posee 3.211 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

#### DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DEL BALANCE

En el 2008 esta partida se componía principalmente de las ganancias por valoración en operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 19, «*Swaps* de tipos de interés»).

#### CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

En el 2008 esta partida incluía intereses a cobrar correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema durante el último trimestre (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable) por importe de 500,4 millones de euros, e intereses a cobrar correspondientes a los saldos de TARGET2 debidos por los BCN de la zona del euro mantenidos durante el último mes del 2008 por valor de 648,9 millones de euros.

Incluye además los intereses a cobrar por valores (véanse también la nota 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro», y la nota 6, «Otros activos») y otros activos financieros.

#### DIVERSOS

Esta partida incluye fundamentalmente el devengo de la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes (véanse «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 5, «Activos intra-Eurosistema»).

También se compone de saldos positivos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2008 (véase la nota 20, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Estos saldos se 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 las Comunidades Europeas, que se aplica al BCE en virtud del artículo 40 de los Estatutos del SEBC.

## 7 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).

## 8 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

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.

## 9 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida incluye principalmente un pasivo frente a la Reserva Federal por valor de 219,7 mm de euros en relación con la operación *Term Auction Facility* en dólares estadounidenses. En el marco de este programa, la Reserva Federal suministró dólares estadounidenses al BCE mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea de *swap*), adoptado a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a entidades de

contrapartida del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones de *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 de *swap*. Las operaciones de *swap* entre el BCE y los BCN se tradujeron en saldos intra-Eurosistema entre el BCE y los BCN, registrados en el epígrafe «Otros activos intra-Eurosistema (neto)».

Esta partida también incluye un pasivo frente al Banco Nacional Suizo por valor de 18,4 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 de *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 de *swap*. Las operaciones de *swap* entre el BCE y los BCN se tradujeron en saldos intra-Eurosistema, reflejados bajo la rúbrica «Otros activos intra-Eurosistema (neto)». Asimismo, esta partida incluye un pasivo frente al Banco Nacional Suizo por valor de 15,4 mm de euros resultante de la colocación en el BCE de fondos en euros obtenidos por el Banco Nacional Suizo en operaciones con otras entidades de contrapartida.

El resto de esta partida lo componen los 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).

## 10 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON RESIDENTES Y NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida recoge fundamentalmente los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión

temporal con residentes y no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

## II PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

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. 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 23, «Ingresos netos por intereses»).

La transferencia de activos exteriores de reserva por el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en el momento de la adopción de la moneda única se tradujo en un aumento de estos pasivos en 107.781.807 euros.

	Hasta el 31 de diciembre de 2007 €	Desde el 1 de enero de 2008 <sup>1</sup> €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.423.341.996	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.821.492.402	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511.833.966	511.833.966
Banco de Grecia	1.046.595.329	1.046.595.329
Banco de España	4.349.177.351	4.349.177.351
Banque de France	8.288.138.644	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.217.924.641	7.217.924.641
Banco Central de Chipre	-	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	90.730.275	90.730.275
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	-	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.243.025.226	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.161.289.918	1.161.289.918
Banco de Portugal	987.203.002	987.203.002
Banka Slovenije	183.995.238	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.086.011	717.086.011
<b>Total</b>	<b>40.041.833.998</b>	<b>40.149.615.805</b>

<sup>1)</sup> Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los totales pueden no coincidir debido al redondeo.

Los activos de contrapartida correspondientes al Banco Central de Chipre y al Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta se fijaron en 71.950.549 y 35.831.258 euros, respectivamente, a fin de garantizar que la ratio entre estos activos y el importe agregado asignado a los demás BCN que han adoptado el euro sea equivalente a la ratio entre las ponderaciones del Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta en la clave del capital del BCE y la ponderación agregada de los demás BCN participantes en dicha clave. La diferencia entre ese activo de contrapartida y el valor de los activos transferidos (véanse las notas 1, «Oro y derechos en oro» y 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro») se consideró como parte de las contribuciones del Banco Central de Chipre y del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta —en virtud del artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC— a las reservas y a las provisiones equivalentes a reservas del BCE existentes a 31 de diciembre de 2007 (véanse las notas 13, «Provisiones» y 14, «Cuentas de revalorización»).

## 12 OTROS PASIVOS

### DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DEL 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 2008 (véase la nota 20, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones a 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 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable y la nota 6, «Otros activos»).

En esta partida se incluyen además las pérdidas de valoración en las operaciones de *swaps* de tipos de interés.

### CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses debidos a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 11, «Pasivos intra-Eurosistema»), por importe de 1,4 mm de euros. También incluye periodificaciones sobre intereses debidos a los BCN en relación con TARGET2, periodificaciones sobre instrumentos financieros (véanse las notas 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro» y 6, «Otros activos»), y otras periodificaciones.

### DIVERSOS

Se compone principalmente de saldos negativos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2008 (véase la nota 20, «*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 337,6 millones de euros, realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 6, «Otros activos») 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:

	2008 en millones de euros	2007 en millones de euros
Valor actual de las obligaciones	317,0	285,8
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(226,7)	(229,8)
Ganancias/Pérdidas actuariales no reconocidas	7,6	35,4
Pasivo reconocido en el balance	97,9	91,4

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 42,3 millones de euros (36,8 millones de euros en el 2007).

Las cantidades reflejadas en las Cuentas de pérdidas y ganancias de los ejercicios 2008 y 2007 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:

	2008 en millones de euros	2007 en millones de euros
Coste actual del servicio	24,7	26,5
Interés sobre las obligaciones	10,7	8,6
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(10,0)	(7,9)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	(1,1)	0
Total incluido en los «Gastos de personal»	24,3	27,2

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 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.

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas son las siguientes:

	2008 en millones de euros	2007 en millones de euros
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	285,8	258,5
Coste de los servicios	24,7	26,5
Coste por intereses	10,7	8,6
Aportaciones de los participantes en el Plan	17,9	14,2
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el Plan	(12,3)	2,5
Beneficios pagados	(3,8)	(2,5)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales	(6,0)	(22,0)
Obligaciones por prestación definida: situación final	317,0	285,8

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al Plan son las siguientes:

	2008 en millones de euros	2007 en millones de euros
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	229,8	195,3
Rendimiento previsto	10,0	7,9
Ganancias/(Pérdidas) actuariales	(32,7)	(4,0)
Aportaciones del empleador	17,5	16,2
Aportaciones de los participantes en el Plan	17,8	14,1
Beneficios pagados	(3,4)	(2,2)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el Plan	(12,3)	2,5
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	226,7	229,8

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. El tipo de rendimiento esperado para los activos afectos al Plan se utiliza para calcular el cargo anual a la Cuenta de pérdidas y ganancias.

	2008 %	2007 %
Tipo de descuento	5,75	5,30
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	6,50	6,50
Incrementos salariales futuros	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros	2,00	2,00

### 13 PROVISIONES

Esta partida recoge una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés 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. El Consejo de Gobierno utilizará esta provisión en la medida en la que lo considere necesario para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas no realizadas no cubiertas por las cuentas de revalorización. El volumen y la necesidad de continuar con esta provisión 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 incluye, 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 tiempo<sup>13</sup>. 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 2007, la provisión frente a riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro ascendía a 2.668.758.313 euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta contribuyeron con 4.795.450 y 2.388.127 euros respectivamente a esta provisión con efectos a partir del 1 de enero de 2008. Teniendo en cuenta los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió asignar, a 31 de diciembre de 2008, un importe adicional de 1.339.019.690 euros<sup>14</sup> a esta provisión, que aumentó hasta situarse en 4.014.961.580 euros, que es el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2008, y redujo el beneficio neto a 1.322.253.536 euros.

#### 14 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Banco Central de Chipre y el Central Bank of Malta contribuyeron con importes de 11,1 millones de euros y 5,5 millones de euros respectivamente, a estas cuentas con efectos a partir del 1 de enero de 2008.

	2008 €	2007 €	Diferencia €
Oro	6.449.713.267	5.830.485.388	619.227.879
Divisas	3.616.514.710	0	3.616.514.710
Valores y otros instrumentos	1.286.373.348	338.524.183	947.849.165
Total	11.352.601.325	6.169.009.571	5.183.591.754

Los tipos de cambio aplicados a la revaluación a final de año fueron:

Tipos de cambio	2008	2007
Dólares estadounidenses por euro	1,3917	1,4721
Yenes por euro	126,14	164,93
Euros por DEG	1,1048	1,0740
Franco suizo por euro	1,4850	No aplicable
Coronas danesas por euro	7,4506	No aplicable
Euros por onza de oro fino	621,542	568,236

## 15 CAPITAL Y RESERVAS

### CAPITAL

De conformidad con lo dispuesto en las Decisiones 2007/503/CE y 2007/504/CE del Consejo, de 10 de julio de 2007, adoptadas de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, Chipre y Malta adoptaron la moneda única el 1 de enero de 2008. A tenor de artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y de lo dispuesto en los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 31 de diciembre de 2007<sup>15</sup>, el 1 de enero de 2008, el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta desembolsaron cantidades de 6.691.401 y 3.332.307 euros respectivamente, que representaban el resto de su capital suscrito del BCE. En consecuencia, el capital desembolsado del BCE aumentó desde 4.127.136.230 euros a 31 de diciembre de 2007 hasta 4.137.159.938 euros a 1 de enero de 2008, como se muestra en el siguiente cuadro:<sup>16</sup>

13 Véase también el capítulo 2 del Informe Anual del BCE.

14 Dicha asignación se financió con ganancias realizadas procedentes de ventas de oro por valor de 0,3 mm de euros y con los ingresos del BCE procedentes de los billetes en euros en circulación por un importe de 1,0 mm de euros.

15 Decisión BCE/2007/22, de 31 de diciembre de 2007, 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 Central Bank of Cyprus y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, DO L 28, 1.2.2008, p. 36; Acuerdo, de 31 de diciembre de 2007, entre el Banco Central Europeo y el Central Bank of Cyprus relativo al activo acreditado al Central Bank of Cyprus por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO J C 29, 1.2.2008, p.4; Acuerdo, de 31 de diciembre de 2007, entre el Banco Central Europeo y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta relativo al activo acreditado al Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO J C 29, 1.2.2008, p.6.

16 Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los subtotaletes que figuran en los cuadros de este apartado pueden no coincidir debido al redondeo.

	Capital suscrito hasta el 31 de diciembre de 2007 %	Capital desembolsado hasta el 31 de diciembre de 2007 €	Capital suscrito a partir del 1 de enero de 2008 %	Capital desembolsado a partir del 1 de enero de 2008 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	142.334.200	2,4708	142.334.200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1.182.149.240	20,5211	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51.183.397	0,8885	51.183.397
Banco de Grecia	1,8168	104.659.533	1,8168	104.659.533
Banco de España	7,5498	434.917.735	7,5498	434.917.735
Banque de France	14,3875	828.813.864	14,3875	828.813.864
Banca d'Italia	12,5297	721.792.464	12,5297	721.792.464
Banco Central de Chipre	-	-	0,1249	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9.073.028	0,1575	9.073.028
Central Bank of Malta/Bank Ċentrali ta' Malta	-	-	0,0622	3.583.126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224.302.523	3,8937	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116.128.992	2,0159	116.128.992
Banco de Portugal	1,7137	98.720.300	1,7137	98.720.300
Banka Slovenije	0,3194	18.399.524	0,3194	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71.708.601	1,2448	71.708.601
<b>Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>69,5092</b>	<b>4.004.183.400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4.014.961.580</b>
Banco Nacional de Bulgaria	0,8833	3.561.869	0,8833	3.561.869
Česká národní banka	1,3880	5.597.050	1,3880	5.597.050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6.104.333	1,5138	6.104.333
Eesti Pank	0,1703	686.727	0,1703	686.727
Banco Central de Chipre	0,1249	503.654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1.134.330	0,2813	1.134.330
Lietuvos bankas	0,4178	1.684.760	0,4178	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5.299.051	1,3141	5.299.051
Central Bank of Malta/Bank Ċentrali ta' Malta	0,0622	250.819	-	-
Narodowy Bank Polski	4,8748	19.657.420	4,8748	19.657.420
Banca Națională a României	2,5188	10.156.952	2,5188	10.156.952
Národná banka Slovenska	0,6765	2.727.957	0,6765	2.727.957
Sveriges Riksbank	2,3313	9.400.866	2,3313	9.400.866
Bank of England	13,9337	56.187.042	13,9337	56.187.042
<b>Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>30,4908</b>	<b>122.952.830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122.198.358</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.127.136.230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.137.159.938</b>

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 7% del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Los desembolsos por este concepto ascendieron a un total de 122.198.358 euros al fin del ejercicio 2008. 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.

## 16 ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

### CAMBIO EN LA CLAVE DE CAPITAL DEL BCE

De conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC, las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE se obtienen ponderando, con igual peso, los datos relativos a la participación de los respectivos Estados miembros en la población y en el producto interior bruto de la UE, tal como la Comisión Europea se los notifica al BCE. Las ponderaciones se ajustan cada cinco años<sup>17</sup>. El

<sup>17</sup> Dichas ponderaciones también se ajustan cuando nuevos Estados miembros se incorporan a la UE.

segundo de dichos ajustes desde la creación del BCE se llevó a cabo el 1 de enero de 2009. De acuerdo con la Decisión del Consejo 2003/517/CE, de 15 de julio de 2003, relativa a los datos estadísticos que han de utilizarse para el ajuste de la clave para la suscripción de capital del BCE<sup>18</sup>, las claves de los BCN se ajustaron el 1 de enero de 2009 de la siguiente forma:

	Del 1 de enero de 2008 al 31 de diciembre de 2008 %	A partir del 1 de enero de 2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Banco de Grecia	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Banco Central de Chipre	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Central Bank of Malta/ Bank Centrali ta' Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Subtotal de los BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>
Banco Nacional de Bulgaria	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<b>Subtotal de los BCN no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>30,3037</b>	<b>30,2085</b>
<b>Total</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## INCORPORACIÓN DE ESLOVAQUIA EN LA ZONA DEL EURO

De conformidad con lo dispuesto en la Decisión 2008/608/CE del Consejo, de 8 de julio de 2008, adoptada de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, Eslovaquia adoptó la moneda única el 1 de enero de 2009. A tenor del artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y de lo dispuesto en los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 31 de diciembre de 2008<sup>19</sup>, el 1 de enero de 2009, el Národná banka Slovenska desembolsó 37.216.407 euros, que representaban el resto de su capital suscrito del BCE. De acuerdo con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC, el Národná banka Slovenska transfirió al BCE activos exteriores de reserva por un importe equivalente a 443.086.156 euros con efectos a partir del 1 de enero de 2009. El importe total transferido se determinó multiplicando el valor en euros, a los tipos de cambio vigentes a 31 de diciembre de 2008, de los activos exteriores transferidos anteriormente al BCE, por la ratio entre el número de acciones suscritas por el Národná banka Slovenska y el número de acciones desembolsadas por el resto de BCN no acogidos a la cláusula de excepción. Estos activos comprenden cantidades en dólares estadounidenses en efectivo, valores y oro, en proporciones de 85 y 15, respectivamente.

Como contrapartida, el Národná banka Slovenska recibió activos por un importe equivalente al capital desembolsado y los activos exteriores transferidos. Estos activos serán tratados de la misma manera que los actuales activos del resto de los BCN participantes (véase la nota 11, «Pasivos intra-Eurosistema»).

18 DO L 181, 19.7.2003, p.43.

19 Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2008, 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 Národná banka Slovenska (BCE/2008/33) DO L 21 de 24.1.2009, p. 83; Acuerdo, de 31 de diciembre de 2008 entre el Národná banka Slovenska y el Banco Central Europeo relativo al activo acreditado al Národná banka Slovenska por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO C 18, de 24.1.2009, p. 3.

## EFECTO EN EL CAPITAL DEL BCE

El ajuste de las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE junto con la entrada de Eslovaquia en la zona del euro se ha traducido en un aumento en el capital desembolsado del BCE de 5.100.251 euros.

## EFECTOS SOBRE LOS ACTIVOS DE LOS BCN EQUIVALENTES A LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA TRANSFERIDOS AL BCE

El efecto neto de la modificación de las ponderaciones de los BCN en la clave de capital del BCE y de la transferencia de el Národná banka Slovenska de activos exteriores de reserva sobre los activos de los BCN equivalentes a los activos exteriores de reserva transferidos al BCE se tradujo en un incremento de 54.841.411 euros.

## POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

### 17 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE ha llegado a 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 2008, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 1,2 mm de euros, frente a 3,0 mm de euros en el 2007 (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable).

### 18 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

En el 2008 se utilizaron futuros sobre tipos de interés en la gestión de las reservas exteriores y los fondos propios del BCE. A 31 de diciembre de 2008 estaban vivas las siguientes transacciones:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	Valor contractual €
Compras	2.041.082.857
Ventas	1.209.470.518

Futuros sobre tipos de interés en euros	Valor contractual €
Compras	50.000.000
Ventas	33.000.000

## 19 SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

A 31 de diciembre de 2008 existían operaciones de *swaps* de tipos de interés no vencidas por un valor contractual de 459,3 millones de euros. Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

## 20 SWAPS DE DIVISAS Y OPERACIONES A PLAZO EN DIVISAS

### GESTIÓN DE RESERVES EXTERIORES

En el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE, a 31 de diciembre de 2008, existía un saldo vivo de 358,1 millones de euros en el activo y 404,3 millones de euros en el pasivo correspondientes a *swaps* de divisas y a operaciones a plazo en divisas.

### OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

A 31 de diciembre de 2008, seguían vivos los pasivos a plazo con el Danmarks Nationalbank por un importe de 3,9 mm de euros. Estos pasivos se originaron en el contexto del acuerdo de divisas recíproco (línea de *swaps*) establecido con el BCE, según el cual, el BCE facilita liquidez en euros al Danmarks Nationalbank a cambio de coronas danesas por el tiempo de duración de las operaciones. Los fondos resultantes son utilizados para apoyar medidas destinadas a mejorar la liquidez de los mercados en euros a corto plazo.

Asimismo, a 31 de diciembre de 2008, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con la Reserva Federal, originados en relación con el importe de la liquidez

suministrada en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema a (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

Asimismo, a 31 de diciembre de 2008, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con el Banco Nacional Suizo, originados en relación con la provisión de liquidez en francos suizos facilitada a las entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

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 distintas 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.

## **21 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO**

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 123 del Tratado y en el artículo 9 del Reglamento (CE) nº 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, el BCE es responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamos realizadas por la Comunidad Europea en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. En el ámbito de este mecanismo, a 31 de diciembre de 2008 estaba vivo un préstamo de 2 mm de euros concedido a Hungría por la Comunidad Europea.

## **22 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), alegando que, en la fabricación de los billetes en euros, el BCE ha infringido una patente de DSSI<sup>20</sup>. El TPI ha desestimado la reclamación por daños y perjuicios interpuesta contra el BCE<sup>21</sup>. El BCE ha iniciado acciones judiciales para revocar esta patente en diversas jurisdicciones, tiene el firme convencimiento de que no ha infringido en modo alguno dicha patente y, en consecuencia, contestará a las demandas por infracción que DSSI pudiera presentar ante cualquier juzgado nacional.

20 Patente europea nº 0455 750 B1 de DSSI.

21 Auto del Tribunal de Primera Instancia de 5 de septiembre de 2007, asunto T-295/05. Disponible en [www.curia.eu](http://www.curia.eu).

# NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

## 23 INGRESOS NETOS POR INTERESES

### INGRESOS POR INTERESES PROCEDENTES DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA EN MONEDA EXTRANJERA

Este apartado recoge los ingresos por intereses netos de gastos procedentes de activos y pasivos denominados en moneda extranjera de la siguiente forma:

	2008 €	2007 €	Diferencia €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	11.202.181	24.052.321	(12.850.140)
Ingresos por intereses de depósitos bancarios	218.184.237	196.784.561	21.399.676
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	42.404.485	138.079.630	(95.675.145)
Ingresos por intereses de valores	885.725.044	1.036.836.752	(151.111.708)
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	2.299.631	0	2.299.631
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	0	19.766.033	(19.766.033)
<b>Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera</b>	<b>1.159.815.578</b>	<b>1.415.519.297</b>	<b>(255.703.719)</b>
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(45.896)	(154.041)	108.145
Gastos por intereses de depósitos	(1.574.337)	0	(1.574.337)
Gastos netos por intereses de las cesiones temporales	(29.492.415)	(60.476.997)	30.984.582
Gastos netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	0	(891)	891
Gastos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	(131.627.488)	0	(131.627.488)
<b>Ingresos netos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera</b>	<b>997.075.442</b>	<b>1.354.887.368</b>	<b>(357.811.926)</b>

### INGRESOS POR INTERESES DERIVADOS DE LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota que corresponde al BCE del total de billetes en euros emitidos. 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 aumento de los ingresos en el 2008 refleja principalmente el incremento general de billetes en euros en circulación.

Estos ingresos se distribuyen a los BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable. Sobre la base del resultado financiero estimado del BCE en el ejercicio 2008, y de la decisión de financiar la transferencia a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro con cargo a sus ingresos por billetes en euros en circulación (véase la nota 13. «Provisiones»), el Consejo de Gobierno decidió distribuir la cantidad restante de 1.2 mm de euros correspondiente a estos ingresos a los BCN de la zona del euro, en proporción a sus respectivas participaciones en el capital del BCE.

### REMUNERACIÓN DE LOS ACTIVOS DE CONTRAPARTIDA DE LAS RESERVAS TRANSFERIDAS POR LOS BCN

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.

### OTROS INGRESOS POR INTERESES Y OTROS GASTOS POR INTERESES

Estas rúbricas comprenden ingresos por valor de 8.0 mm de euros (3.9 mm de euros en el 2007) y gastos por valor de 7.6 mm de euros (3.8 mm de euros en el 2007) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET2 (véase «Saldos intra-SEBC/intra-



Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). En estas partidas también se consignan ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos denominados en euros.

## 24 GANANCIAS/(PÉRDIDAS) REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias/(pérdidas) netas realizadas procedentes de operaciones financieras en el 2008 fueron las siguientes:

	2008 €	2007 €	Diferencia €
Ganancias/(Pérdidas) netas realizadas por precio de los valores y futuros sobre tipos de interés	349.179.481	69.252.941	279.926.540
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	313.162.603	709.294.272	(396.131.669)
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	662.342.084	778.547.213	(116.205.129)

La reducción de las ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro en 2008 se debió principalmente al menor volumen de oro vendido durante ese año (véase la nota 1. «Oro y derechos en oro»).

## 25 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2008 €	2007 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(2.164.000)	(15.864.181)	13.700.181
Pérdidas no realizadas por precio de los swaps de tipos de interés	(476.831)	(18.899)	(457.932)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(21.271)	(2.518.369.734)	2.518.348.463
Total	(2.662.102)	(2.534.252.814)	2.531.590.712

En el 2008, 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 2008.

## 26 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2008 €	2007 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	588.052	263.440	324.612
Gastos por honorarios y comisiones	(737.059)	(885.131)	148.072
Gastos netos por honorarios y comisiones	(149.007)	(621.691)	472.684

Los ingresos de este apartado incluyen 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 en moneda extranjera (véase la nota 18. «Futuros sobre tipos de interés»).

## 27 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Los dividendos recibidos por las acciones del Banco de Pagos Internacionales (véase la nota 6. «Otros activos») figuran en este apartado.

## 28 OTROS INGRESOS

Otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio proceden principalmente de las aportaciones de otros bancos centrales al coste de un contrato de servicios suscrito por el BCE, en nombre del SEBC, con un proveedor externo de una red informática, y de la transferencia de provisiones administrativas no utilizadas a la cuenta de pérdidas y ganancias.

## 29 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales, primas de seguros y gastos diversos para los empleados por importe de 149.9 millones de euros (141.7 millones en el 2007). Los gastos de personal por un importe de 1.1 millones de euros (1.1 millones en el 2007) relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE se han activado 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 las Comunidades Europeas, 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 las Comunidades Europeas y a deducciones en relación con las aportaciones al Plan de pensiones y a los seguros médico y de accidente. Las prestaciones sociales no están sujetas a tributación ni computan a efectos de pensiones.

Los salarios abonados a los miembros del Comité Ejecutivo durante el 2008 y el 2007 fueron:

	2008 €	2007 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	351.816	345.252
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)	301.548	295.920
Gertrude Tumpel-Gugerell (Miembro del Comité Ejecutivo)	251.280	246.588
José Manuel González-Páramo (Miembro del Comité Ejecutivo)	251.280	246.588
Lorenzo Bini Smaghi (Miembro del Comité Ejecutivo)	251.280	246.588
Jürgen Stark (Miembro del Comité Ejecutivo)	251.280	246.588
Total	1.658.484	1.627.524

Las prestaciones sociales abonadas a los miembros del Comité Ejecutivo y los beneficios procedentes de las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente ascendieron a un total de 600.523 euros (579.842 euros en el 2007), lo que resulta en unos emolumentos totales de 2.259.007 euros (2.207.366 euros en el 2007).

Los pagos transitorios se realizan a antiguos miembros del Comité Ejecutivo cuando cesan en sus cargos. En el 2008, estos pagos y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente de los antiguos miembros ascendieron a 30.748 euros (52.020 euros en el 2007). 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 accidente ascendieron a 306.798 euros (249.902 euros en el 2007).

Esta partida también incluye el importe de 24.3 millones de euros (27.2 millones de euros en el 2007) correspondiente al Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo (véase la nota 12. «Otros pasivos»).

A finales del 2008, el BCE tenía el equivalente a 1.536<sup>22</sup> empleados a tiempo completo de los que 144 ocupaban puestos directivos. La variación a lo largo del 2008 fue como sigue<sup>23</sup>:

	2008	2007
A 1 de enero	1.478	1.416
Nuevos empleados	307	310
Bajas/Finalización de contrato	238	235
Disminución neta debida a cambios los patrones de trabajo a tiempo parcial	11	13
A 31 de diciembre	1.536	1.478
Cifra media de empleados	1.499	1.448

22 No se incluyen los empleados con permiso sin sueldo. En esta cifra se incluyen los empleados con contrato permanente, de duración determinada o de corto plazo, y los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluyen los empleados en baja de maternidad o en baja médica de larga duración.

23 En el 2007, en las cifras reflejadas en este cuadro se incluían los empleados con permiso sin sueldo y de paternidad y quedaban excluidos los empleados con contrato temporal, así como el personal procedente de otros bancos centrales del SEBC acogidos a programas temporales para trabajar en el BCE y los participantes en el programa de postgrado del BCE. En el 2008, el cambio en la presentación de estas cifras se ha realizado a fin de hacerlas más útiles para los usuarios de los estados financieros. Las cifras correspondientes al 2007 se han modificado como corresponde.

### **30 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.

### **31 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES**

Estos gastos se deben a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre los BCN para hacer frente a las fluctuaciones inesperadas de la demanda de billetes. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.



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  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## 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 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *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/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *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 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 management, 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 2008, 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/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



John Rönneberg  
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

25 de febrero de 2009

## **Informe del auditor externo**

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2008, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2008 y un resumen de la normativa contable relevante y de otras notas explicativas.

### *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 las Decisiones sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo. Dicha responsabilidad incluye: la creación, la aplicación y el mantenimiento del control interno relativo a la preparación y la presentación imparcial de cuentas anuales que no contengan errores sustanciales, debidos a fraude o error; la selección y la aplicación de normas contables apropiadas; y la elaboración de estimaciones contables adecuadas a las circunstancias.

### *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 datos relativos 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 la dirección, 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 una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2008 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2008, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en las Decisiones sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo.

Fráncfort del Meno, 25 de febrero de 2009

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönneberg  
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 del 2008.*

## INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN

En el 2007, con arreglo a lo establecido en una decisión del Consejo de Gobierno, se retuvo la cantidad de 2.004 millones de euros, correspondiente al total de ingresos generados por la cuota de los billetes en circulación que le corresponde al BCE, para garantizar que el volumen total de beneficios distribuidos no superara el beneficio neto del BCE en el ejercicio. Por lo que se refiere al 2008, la cantidad de 1.206 millones de euros, que comprende una parte de los ingresos obtenidos por la participación del BCE en el total de billetes en circulación, se distribuyó a los BCN proporcionalmente a sus acciones desembolsadas en el capital suscrito del BCE.

## 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:

- 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
- 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 bancos centrales

nacionales con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC<sup>1</sup>.

El 5 de marzo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió no realizar ninguna transferencia al fondo de reserva general y distribuir la cantidad restante de 117 millones de euros a los BCN de la zona del euro en proporción 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.

	2008	2007
	€	€
Beneficio del ejercicio	1.322.253.536	0
Ingresos distribuidos a los BCN procedentes de la emisión de billetes por el BCE	(1.205.675.418)	0
Beneficio del ejercicio tras la distribución de los ingresos procedentes de la emisión de billetes por el BCE	116.578.118	0
Distribución de beneficios a los BCN	(116.578.118)	0
Total	0	0

<sup>1</sup> El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC establece que la suma de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

## 5 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2008

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2008 <sup>1</sup>	31 DE DICIEMBRE DE 2007 <sup>2</sup>
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>217.722</b>	<b>201.584</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>160.372</b>	<b>139.030</b>
2.1 Activos frente al FMI	13.192	9.057
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	147.180	129.973
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>234.293</b>	<b>41.975</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>18.651</b>	<b>18.822</b>
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	18.651	18.822
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
<b>5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>860.312</b>	<b>637.178</b>
5.1 Operaciones principales de financiación	239.527	368.607
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	616.662	268.477
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	4.057	91
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	66	2
<b>6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>56.988</b>	<b>23.798</b>
<b>7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	<b>271.196</b>	<b>143.983</b>
<b>8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>37.438</b>	<b>37.062</b>
<b>9 Otros activos</b>	<b>218.134</b>	<b>264.454</b>
<b>Total activo</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>

Los totales o subtotaes pueden no coincidir debido al redondeo.

1 Las cifras consolidadas a 31 de diciembre de 2008 también incluyen el Banco Central de Chipre y el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, que son miembros del Eurosistema desde el 1 de enero de 2008.

2 Las cifras comparativas a 31 de diciembre de 2007 se han revisado para incluir reclasificaciones efectuadas el 31 de diciembre de 2008.

PASIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2008	31 DE DICIEMBRE DE 2008
<b>1 Billetes en circulación</b>	<b>762.921</b>	<b>676.678</b>
<b>2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>492.310</b>	<b>379.183</b>
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	291.710	267.337
2.2 Facilidad de depósito	200.487	8.831
2.3 Depósitos a plazo	0	101.580
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	113	1.435
<b>3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4 Certificados de deuda emitidos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	<b>91.077</b>	<b>46.183</b>
5.1 Administraciones Públicas	83.282	38.115
5.2 Otros pasivos	7.794	8.069
<b>6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>293.592</b>	<b>45.094</b>
<b>7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	<b>5.723</b>	<b>2.490</b>
<b>8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	<b>10.258</b>	<b>15.553</b>
8.1 Depósitos y otros pasivos	10.258	15.553
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
<b>9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>5.465</b>	<b>5.279</b>
<b>10 Otros pasivos</b>	<b>166.500</b>	<b>123.076</b>
<b>11 Cuentas de revalorización</b>	<b>175.735</b>	<b>147.123</b>
<b>12 Capital y reservas</b>	<b>71.200</b>	<b>67.101</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>



**ANEXOS**



## INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2008 y principios del 2009, y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de las Comunidades Europeas 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/2008/1	Recomendación del Banco Central Europeo, de 28 de enero de 2008, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Suomen Pankki	DO C 29, 1.2.2008, p. 1
BCE/2008/2	Recomendación del Banco Central Europeo, de 30 de abril de 2008, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Banco Central Europeo	DO C 114, 9.5.2008, p. 1
BCE/2008/3	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de mayo de 2008, sobre el trámite de acreditación de seguridad de fabricantes de elementos de seguridad de billetes en euros	DO L 140, 30.5.2008, p. 26
BCE/2008/4	Orientación del Banco Central Europeo, de 19 de junio de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/9 sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro	DO L 176, 4.7.2008, p. 16
BCE/2008/5	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de junio de 2008, sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos (refundición)	DO L 192, 19.7.2008, p. 63
BCE/2008/6	Orientación del Banco Central Europeo, de 26 de agosto de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2002/7 sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de cuentas financieras trimestrales	DO L 259, 27.9.2008, p. 12
BCE/2008/7	Orientación del Banco Central Europeo, de 5 de septiembre de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2005/5, de 17 de febrero de 2005, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo y los procedimientos de intercambio de información estadística en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, en materia de estadísticas de las finanzas públicas	DO L 276, 17.10.2008, p. 32

Número	Título	Publicación
BCE/2008/8	Orientación del Banco Central Europeo, de 11 de septiembre de 2008, sobre la recopilación de datos relativos al euro y sobre el funcionamiento del Sistema de Información sobre la Moneda 2	DO L 346, 23.12.2008, p. 89
BCE/2008/9	Recomendación de Reglamento del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 2533/98 sobre la obtención de información estadística por el BCE	DO C 251, 3.10.2008, p. 1
BCE/2008/10	Reglamento del Banco Central Europeo, de 22 de octubre de 2008, por el que se modifica el Reglamento BCE/2003/9 relativo a la aplicación de las reservas mínimas	DO L 282, 25.10.2008, p. 14
BCE/2008/11	Reglamento del Banco Central Europeo, de 23 de octubre de 2008, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía	DO L 282, 25.10.2008, p. 17
BCE/2008/13	Orientación del Banco Central Europeo, de 23 de octubre de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 36, 5.2.2009, p. 31
BCE/2008/14	Decisión del Banco Central Europeo, de 28 de octubre de 2008, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el Banco Central Europeo después de la introducción del euro en Eslovaquia	DO L 319, 29.11.2008, p. 73
BCE/2008/15	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de noviembre de 2008, relativa a la aplicación del Reglamento BCE/2008/11, de 23 de octubre de 2008, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía	DO L 309, 20.11.2008, p. 8,
BCE/2008/16	Recomendación del Banco Central Europeo, de 17 de noviembre de 2008, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo de la Banque centrale du Luxembourg	DO C 299, 22.11.2008, p. 5
BCE/2008/17	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de noviembre de 2008, por la que se establece el marco de las adquisiciones conjuntas del Eurosistema	DO L 319, 29.11.2008, p. 76
BCE/2008/18	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2008, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía	DO L 314, 25.11.2008, p. 14

Número	Título	Publicación
BCE/2008/19	Recomendación del Banco Central Europeo, de 5 de diciembre de 2008, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta,	DO C 322, 17.12.2008, p. 1
BCE/2008/20	Decisión del Banco Central Europeo, de 11 de diciembre de 2008, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2009	DO L 352, 31.12.2008, p. 58
BCE/2008/21	Orientación del Banco Central Europeo, de 11 de diciembre de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/16 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 36, 5.2.2009, p. 46
BCE/2008/22	Decisión del Banco Central Europeo, de 11 de diciembre de 2008, por la que se modifica la Decisión BCE/2006/17 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 36, 5.2.2009, p. 22,
BCE/2008/23	Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de diciembre de 2008, sobre la participación de los bancos centrales nacionales en la clave para la suscripción del capital del Banco Central Europeo	DO L 21, 24.1.2009, p. 66
BCE/2008/24	Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de diciembre de 2008, por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales participantes	DO L 21, 24.1.2009, p. 69,
BCE/2008/25	Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de diciembre de 2008, por la que se establecen las condiciones de las transferencias de las participaciones del capital del Banco Central Europeo entre los bancos centrales nacionales y del ajuste del desembolso del capital	DO L 21, 24.1.2009, p. 71
BCE/2008/26	Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de diciembre de 2008, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/15 de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros	DO L 21, 24.1.2009, p. 75
BCE/2008/27	Decisión del Banco Central Europeo, de 12 de diciembre de 2008, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos propios del Banco Central Europeo y para el ajuste de los activos de los bancos centrales nacionales equivalentes a las reservas exteriores transferidas	DO L 21, 24.1.2009, p. 77

Número	Título	Publicación
BCE/2008/28	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de diciembre de 2008, por la que se adoptan las medidas necesarias para el desembolso del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales no participantes	DO L 21, 24.1.2009, p. 81
BCE/2008/29	Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2008, por la que se aplaza la introducción del sistema de rotación en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo	DO L 3, 7.1.2009, p. 4
BCE/2008/30	Reglamento del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización	DO L 15, 20.1.2009, p. 1
BCE/2008/31	Orientación del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/9 sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros	DO L 53, 26.2.2009, p. 76
BCE/2008/32	Reglamento del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (versión refundida)	DO L 15, 20.1.2009, p. 14
BCE/2008/33	Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2008, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Národná banka Slovenska	DO L 21, 24.1.2009, p. 83
BCE/2009/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de enero de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 36, 5.2.2009, p. 59
BCE/2009/2	Decisión del Banco Central Europeo, de 27 de enero de 2009, que modifica la Decisión BCE/2007/5 por la que se establece su Reglamento de adquisiciones	DO L 51, 24.2.2009, p. 10
BCE/2009/3	Recomendación del Banco Central Europeo, de 16 de febrero de 2009, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Deutsche Bundesbank	DO C 43, 21.2.2009, p. 1,

## DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2008 y a principios del 2009 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado, el artículo 4 de los Estatutos del SEBC, la letra b del apartado 2 del

artículo 112 del Tratado y el artículo 11.2 de los Estatutos del SEBC. En la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

### (a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros<sup>1</sup>

Número <sup>2</sup>	Origen	Materia
CON/2008/1	Chipre	Control de la reproducción de billetes y monedas en euros en Chipre
CON/2008/2	República Checa	Reparto de competencias entre el Česká národní banka y el Ministerio de Hacienda en la elaboración y presentación al Gobierno de ciertos proyectos de ley
CON/2008/3	Alemania	Legislación alemana sobre moneda metálica
CON/2008/4	Suecia	Reforma de los estatutos del Sveriges Riksbank en lo tocante a la duración de los mandatos de los miembros de su Comité Ejecutivo
CON/2008/5	Polonia	Reforma del gobierno, la supervisión y el modo de financiación del sistema de garantía de depósitos, en particular en lo tocante a la participación del Narodowy Bank Polski
CON/2008/6	Portugal	Principios, normas y estructura del Sistema Estadístico Nacional y la función del Banco de Portugal
CON/2008/7	Rumanía	Reforma de las leyes del cheque y de la letra de cambio y el pagaré
CON/2008/8	Francia	Consecuencias para el régimen monetario de San Martín y San Bartolomé derivadas del cambio de estatuto de dichos territorios conforme a la legislación francesa
CON/2008/9	Alemania	Relaciones laborales entre el Deutsche Bundesbank y su personal
CON/2008/10	Italia	Retribuciones en la Banca d'Italia y reforma estructural de la cuenta del Tesoro en la Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugal	Supervisión de auditores y funciones del Banco de Portugal al respecto
CON/2008/13	Grecia	Reforma de la seguridad social griega respecto del Bank of Greece
CON/2008/14	Estonia	Modificaciones administrativas de la Ley del Eesti Pank

<sup>1</sup> En diciembre del 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.

<sup>2</sup> Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

Número <sup>2</sup>	Origen	Materia
CON/2008/16	Finlandia	Fusión de la supervisión financiera y de seguros
CON/2008/17	Luxemburgo	Poderes de la Banque centrale du Luxembourg y el plan de pensiones de sus agentes
CON/2008/18	Eslovaquia	Cambios en la legislación de sistemas de pago destinados a asegurar su compatibilidad con el Tratado y a facilitar la migración del sistema de pago nacional a TARGET2
CON/2008/20	Polonia	Función del Narodowy Bank Polski respecto de la compensación y liquidación de valores y el sistema depositario central
CON/2008/21	República Checa	Proyecto de ley relativo al Česká národní banka
CON/2008/23	Eslovaquia	Proyectos de disposición legal sobre la doble indicación del precio en los sectores de banca, mercado de capitales, seguros y ahorro para pensiones, y sobre las normas de redondeo para ciertos tipos de valores
CON/2008/24	Grecia	Exención de ciertas operaciones de entidades de crédito de ciertos preceptos de la Ley de Sociedades
CON/2008/25	Eslovaquia	Doble indicación de importes en el sector de los juegos de azar
CON/2008/26	Polonia	Normas de canje de billetes y monedas deteriorados
CON/2008/27	Eslovaquia	Normas sobre doble indicación de precios y redondeo en los sectores de trabajo y seguridad social
CON/2008/29	Bulgaria	Reforma de la ley de estadísticas
CON/2008/30	Austria	Introducción del seguro de vida orientado a la inversión y ciertas normas de gestión de la actividad de las compañías de seguros
CON/2008/31	Rumanía	Reforma de los Estatutos de la Banca Națională a României
CON/2008/32	Polonia	Reforma del gobierno, la supervisión y el modo de financiación del sistema de garantía de depósitos, en particular por lo que se refiere a la participación del Narodowy Bank Polski
CON/2008/33	Bélgica	Creación del comité de auditoría del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2008/34	Suecia	Independencia financiera del Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Dinamarca	Retirada de la moneda de menor denominación del curso legal
CON/2008/36	Letonia	Legislación en materia de billetes y monedas



Número <sup>2</sup>	Origen	Materia
CON/2008/38	Malta	Marco jurídico para el reciclaje de los billetes en euros por las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo
CON/2008/39	Polonia	Comité de Estabilidad Financiera
CON/2008/40	Eslovaquia	Nuevas normas técnicas detalladas sobre la introducción del efectivo en euros
CON/2008/41	Austria	Financiación de una contribución de Austria para aliviar la deuda de Liberia
CON/2008/42	Luxemburgo	Reformas encaminadas a que la Banque centrale du Luxembourg contribuya más eficazmente a la estabilidad financiera y clarifique las exigencias de reservas mínimas
CON/2008/43	Eslovenia	Limitaciones y prohibiciones para cargos públicos
CON/2008/44	Irlanda	Medidas de apoyo financiero a entidades de crédito
CON/2008/46	Bélgica	Aval del Estado respecto del crédito concedido por el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique en el contexto de su contribución a la estabilidad financiera
CON/2008/47	Suecia	Canje y retirada de billetes y monedas
CON/2008/48	Irlanda	Adopción de medidas de apoyo financiero a entidades de crédito
CON/2008/49	Alemania	Sustitución de monedas en euros y monedas conmemorativas alemanas en euros
CON/2008/50	Bélgica	Aval del Estado respecto de los pasivos de las entidades de crédito
CON/2008/51	Grecia	Sistemas de garantía de depósitos y protección de inversionistas
CON/2008/52	España	Creación de un fondo para la adquisición de activos financieros y otras medidas del Gobierno en pro de la estabilidad financiera
CON/2008/53	Polonia	Ampliación del marco jurídico de la recopilación de información estadística por el Narodowy Bank Polski
CON/2008/54	Dinamarca	Plan de estabilidad financiera por el que se garantiza la plena protección de los derechos de depositantes y acreedores ordinarios
CON/2008/55	Austria	Medidas legales para restablecer la estabilidad del mercado financiero

Number <sup>2</sup>	Originator	Subject
CON/2008/56	Francia	Otorgamiento de avales del Estado para contribuir a la estabilidad financiera
CON/2008/57	Alemania	Creación de un fondo de estabilización del mercado financiero y otras medidas relativas a la estabilidad financiera
CON/2008/58	Italia	Medidas para garantizar la estabilidad del sistema bancario
CON/2008/59	Suecia	Medidas estabilizadoras del sistema financiero
CON/2008/60	España	Operaciones del Fondo para la adquisición de activos financieros
CON/2008/61	Bélgica	Protección de los depósitos y de determinados productos de seguros de vida
CON/2008/62	Suecia	Concesión de avales públicos a los bancos y a las sociedades de crédito comercial
CON/2008/64	Bélgica	Gestión de la información sobre emisores en el marco de la desmaterialización de sus títulos
CON/2008/65	Italia	Aplicación de medidas para garantizar la estabilidad del sistema bancario
CON/2008/66	Lituania	Reforma de las exigencias de reservas mínimas
CON/2008/67	España	Condiciones de otorgamiento de avales del Estado
CON/2008/68	Finlandia	Medidas de estabilidad financiera en relación con el fondo de garantía estatal
CON/2008/69	Irlanda	Ampliación del ámbito de aplicación del sistema de garantía de depósitos
CON/2008/71	Bulgaria	Creación de un registro de instituciones financieras a cargo del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)
CON/2008/72	Rumanía	Utilización de reservas exteriores para el turismo
CON/2008/73	Bulgaria	Reforma de los estatutos del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) en preparación para la introducción del euro
CON/2008/74	Bélgica	Garantías estatales para evitar flujos de salida de liquidez

Number <sup>2</sup>	Originator	Subject
CON/2008/75	Finlandia	Inversión de capital del Estado en bancos comerciales
CON/2008/76	Eslovenia	Avales del Estado y otras medidas encaminadas a mantener la estabilidad del sistema financiero
CON/2008/78	Bulgaria	Funciones del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) en materia de entidades de pago y gestores de sistemas de pago y vigilancia de sistemas de pago y de liquidación
CON/2008/79	Grecia	Medidas para incrementar la liquidez en la economía
CON/2008/80	Polonia	Apoyo del Tesoro Público a las instituciones financieras
CON/2008/81	Hungría	Medidas para reforzar el sistema de intermediarios financieros a fin de mantener la estabilidad financiera
CON/2008/82	España	Régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España
CON/2008/83	Hungría	Adaptación de los estatutos del Magyar Nemzeti Bank al Derecho comunitario
CON/2008/85	Francia	Modernización del marco jurídico de los instrumentos financieros
CON/2008/86	Eslovaquia	Circulación de moneda en efectivo
CON/2008/87	España	Ciertas modificaciones de la Ley sobre sistemas de pago y de liquidación de valores
CON/2008/88	Eslovenia	Criterios y condiciones para otorgar avales del Estado
CON/2008/89	Letonia	Instrumentos de la política monetaria
CON/2008/90	Hungría	Proceso y distribución de billetes y monedas y medidas técnicas contra la falsificación
CON/2008/91	Bélgica	Aplicación por el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique de las limitaciones a las pagas de cesantía de los directores ejecutivos de sociedades admitidas a cotización
CON/2008/92	Eslovenia	Criterios y condiciones para otorgar préstamos del Estado

<b>Number<sup>2</sup></b>	<b>Originator</b>	<b>Subject</b>
CON/2009/2	Letonia	Otorgamiento de avales del Estado para préstamos bancarios
CON/2009/3	Eslovenia	Condiciones de las inversiones de capital del Estado y de los swaps deuda-capital con arreglo a la Ley de finanzas públicas
CON/2009/4	Bélgica	Modificación de las normas que rigen la distribución de los ingresos del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y la asignación de sus beneficios al Estado belga
CON/2009/5	Austria	Pago por el Oesterreichische Nationalbank del incremento propuesto de la cuota del FMI para Austria
CON/2009/6	Dinamarca	Prolongación del plan de estabilidad financiera que garantiza la plena protección de los derechos de depositantes y acreedores ordinarios y plan de inyección de capital estatal a las entidades de crédito
CON/2009/7	Luxemburgo	Funciones de la Banque centrale du Luxembourg en cuanto a la elaboración de determinadas estadísticas
CON/2009/8	Suecia	Moneda de menor denominación, que deja de ser de curso legal, y sobre la modificación de las normas de redondeo
CON/2009/9	Hungría	Normas de funcionamiento de la central depositaria de valores, la cámara de compensación y la entidad de contrapartida central
CON/2009/10	Letonia	Sistema de garantía de depósitos y funciones de la autoridad supervisora en los procedimientos de insolvencia
CON/2009/11	Letonia	Compensación que debe pagar el Estado en caso de absorber un banco
CON/2009/12	Chipre	Condiciones para otorgar préstamos y avales del Estado en situaciones de emergencia
CON/2009/13	Bulgaria	Otros criterios de elegibilidad de los miembros del Consejo de Gobierno del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y otras normas de presentación de información al respecto
CON/2009/15	Irlanda	Medidas de apoyo financiero relacionadas con la retribución de los funcionarios públicos
CON/2009/16	Irlanda	Disposiciones legislativas que facultan al ministro de Hacienda para ordenar al Fondo nacional de reserva de pensiones que invierta en instituciones financieras en el marco de la recapitalización de bancos

**(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas<sup>3</sup>**

Número <sup>4</sup>	Origen	Materia	Publicación
CON/2008/12	Consejo de la UE	Estadísticas comunitarias relativas al comercio exterior con terceros países	DO C 70, 15.3.2008, p. 1
CON/2008/15	Consejo de la UE	Codificación del Reglamento del Consejo relativo a la aplicación del Protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo	DO C 88, 9.4.2008, p. 1
CON/2008/19	Consejo de la UE	Introducción del procedimiento de reglamentación con control respecto de ciertos actos estadísticos	DO C 117, 14.5.2008, p. 1
CON/2008/22	Comisión Europea	Aplicación del Reglamento relativo a las estadísticas sobre ofertas de empleo en la Comunidad, por lo que respecta a los procedimientos de ajuste estacional, los informes de calidad, la recopilación de datos, las especificaciones sobre transmisión de datos y los estudios de viabilidad	DO C 134, 31.5.2008, p. 10
CON/2008/28	Consejo de la UE	Introducción del euro en Eslovaquia y el tipo de conversión al euro de la corona eslovaca	DO C 180, 17.7.2008, p. 1
CON/2008/37	Consejo de la UE	Modificación de la Directiva sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito	DO C 216, 23.8.2008, p. 1
CON/2008/45	Consejo de la UE	Medallas y fichas similares a las monedas en euros	DO C 283, 7.11.2008, p. 1
CON/2008/63	Comisión Europea	Nueva decisión sobre el Comité de Supervisores Bancarios Europeos	DO C 45, 24.2.2009, p. 1
CON/2008/70	Consejo de la UE	Reforma de la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos en lo referente al nivel de cobertura y el plazo de pago	DO C 314, 9.12.2008, p. 1
CON/2008/77	Consejo de la UE	Propuesta de Reglamento por el que se establece un mecanismo de ayuda financiera a medio plazo a las balanzas de pagos de los Estados miembros	DO C 328, 23.12.2008, p. 1

<sup>3</sup> Publicadas también en la dirección del BCE en Internet.

<sup>4</sup> Las consultas se enumeran en el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

<b>Number<sup>4</sup></b>	<b>Originator</b>	<b>Subject</b>	<b>OJ reference</b>
CON/2008/84	Consejo de la UE	Directiva sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio así como la supervisión prudencial de dichas entidades	DO C 30, 6.2.2009, p. 1
CON/2009/1	Consejo de la UE	Nuevo reglamento sobre pagos transfronterizos en la Comunidad	DO C 21, 28.1.2009, p. 1
CON/2009/14	Comisión Europea	Normas sobre el tratamiento de los productos estacionales en el Índice Armonizado de Precios de Consumo	Pendiente de publicación



# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA <sup>1</sup>

## 11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

## 8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

## 12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

## 6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

## 5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE, 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 4%, 5% y 3%, respectivamente.

## 3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

## 7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

## 8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos,

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero.

#### **15 DE OCTUBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final del 2009, (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre del 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

#### **6 DE NOVIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de

interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

#### **4 DE DICIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

#### **18 DE DICIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento del 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

#### **15 DE ENERO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo fijo 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 del 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 del 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 del 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 del 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 del final del 2009.

# PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS <sup>1</sup>

14 DE ENERO DE 2008

## OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN

El BCE sigue efectuando un seguimiento estrecho de la situación de liquidez y su objetivo es mantener los tipos de interés a muy corto plazo en niveles próximos al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Durante el tiempo que sea necesario, el BCE inyectará una liquidez superior a la adjudicación de referencia de las operaciones principales de financiación, con el fin de satisfacer la demanda de las entidades de contrapartida efectuada para cumplir las exigencias de reservas de forma más temprana dentro del período de mantenimiento. El objetivo del BCE es lograr una situación de liquidez equilibrada al final del período de mantenimiento.

7 DE FEBRERO DE 2008

## OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO COMPLEMENTARIAS

En el día de hoy, el Consejo de Gobierno ha decidido renovar las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias adjudicadas el 23 de noviembre de 2007 (60 mm de euros) y el 12 de diciembre de 2007 (60 mm de euros), que vencerán el 21 de febrero de 2008 y el 13 de marzo de 2008, respectivamente. La renovación de estas dos OFPML, que trata de consolidar los avances realizados hasta la fecha en la normalización del mercado monetario de la zona del euro, no afectará a las OFPML regulares y se llevará a cabo de la manera siguiente: Las dos OFPML complementarias se realizarán mediante subastas a tipo de interés variable, cada una de ellas por un importe predeterminado de 60 mm de euros. La primera operación se liquidará el 21 de febrero de 2008 y vencerá el 22 de mayo de 2008. La segunda se liquidará el 13 de marzo de 2008 y vencerá el 12 de junio de 2008. Las dos OFPML se llevarán a cabo mediante subastas estándar, y su anuncio y adjudicación tendrán lugar, respectivamente, dos días y un día antes de la liquidación.

28 DE MARZO DE 2008

## OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO COMPLEMENTARIAS

En la reunión celebrada el 27 de marzo de 2008, el Consejo de Gobierno decidió realizar operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias con vencimiento a seis meses y, además, nuevas OFPML complementarias con vencimiento a tres meses. Estas decisiones no afectarán a las OFPML mensuales de carácter regular. Estas OFPML complementarias a tres y seis meses tienen por objeto favorecer la normalización del mercado monetario de la zona del euro y se llevarán a cabo de la forma siguiente: Se realizarán mediante subastas estándar a tipo de interés variable, por importes predeterminados, y vencerán, por regla general, el segundo jueves del mes en cuestión. Una OFPML complementaria a seis meses, por un importe predeterminado de 25 mm de euros se adjudicará el miércoles 2 de abril, se liquidará el jueves 3 de abril y vencerá el jueves 9 de octubre de 2008. Otra OFPML complementaria a seis meses, por un importe predeterminado de 25 mm de euros, se adjudicará el miércoles 9 de julio de 2008, se liquidará el jueves 10 de julio de 2008 y vencerá el jueves 8 de enero de 2009. Dos nuevas OFPML complementarias a tres meses, cada una de ellas por un importe predeterminado de 50 mm de euros, sustituirán a los dos OFPML complementarias a tres meses, cada una por un importe de 60 mm de euros, actualmente vivas. La primera operación se adjudicará el miércoles 21 de mayo, se liquidará el jueves 22 de mayo y vencerá el jueves 14 de agosto de 2008. La segunda se adjudicará el miércoles 11 de junio, se liquidará el jueves 12 de junio y vencerá el jueves 11 de septiembre de 2008.

<sup>1</sup> Una perspectiva general de las comunicaciones relacionadas con la provisión de liquidez en monedas distintas del euro está disponible en el sitio web del BCE.

## 31 DE JULIO DE 2008

### OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO COMPLEMENTARIAS

En el día de hoy, el Consejo de Gobierno ha decidido renovar las dos operaciones vivas de financiación a plazo más largo (OFPML) complementarias a tres meses, que fueron adjudicadas los días 21 de mayo de 2008 (50 mm de euros) y 11 de junio de 2008 (50 mm de euros) y que vencerán los días 14 de agosto de 2008 y 11 de septiembre de 2008, respectivamente. La renovación de estas dos OFPML complementarias a tres meses tiene por objeto consolidar los avances realizados hasta el momento en la normalización del mercado monetario de la zona del euro. La renovación no afectará a las OFPML regulares y se llevará a cabo de la forma siguiente: Las dos OFPML complementarias se realizarán mediante subastas estándar a tipo de interés variable, cada una de ellas por un importe predeterminado de 50 mm de euros. La primera operación se liquidará el 14 de agosto de 2008 y vencerá el 13 de noviembre de 2008. La segunda operación se liquidará el 11 de septiembre de 2008 y vencerá el 11 de diciembre de 2008. Las dos OFPML complementarias se llevarán a cabo mediante subastas estándar, y su anuncio y adjudicación tendrán lugar, respectivamente, dos días y un día antes de la liquidación.

## 4 DE SEPTIEMBRE DE 2008

### OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO COMPLEMENTARIAS

En el día de hoy, el Consejo de Gobierno ha decidido renovar la operación viva de financiación a plazo más largo (OFPML) complementaria a seis meses por un importe de 25 mm de euros que se adjudicó el 2 de abril, y que vencerá el 9 de octubre de 2008. También ha decidido renovar las dos OFPML complementarias a tres meses (50 mm de euros) que vencerán el 13 de noviembre y el 11 de diciembre de 2008. La renovación de estas OFPML complementarias tiene por objeto consolidar los avances realizados hasta el momento en la normalización del mercado

monetario de la zona del euro. La renovación no afectará a las OFPML regulares y se llevará a cabo de la forma siguiente: Las dos OFPML complementarias a tres meses se realizarán mediante subastas a tipo de interés variable, cada una de ellas por un importe predeterminado de 50 mm de euros. La primera operación se liquidará el 13 de noviembre de 2008 y vencerá el jueves 12 de febrero de 2009. La segunda operación se liquidará el 11 de diciembre de 2008 y vencerá el 12 de marzo de 2009. La OFPML complementaria a seis meses se realizará mediante subasta a tipo de interés variable, por un importe predeterminado de 25 mm de euros. La operación se liquidará el 9 de octubre de 2008 y vencerá el 9 de abril de 2009. Al igual que en ocasiones anteriores, en esta operación se aplicará un límite máximo de 2,5 mm de euros a las pujas que se presenten. Las OFPML complementarias se llevarán a cabo mediante subastas estándar, y su anuncio y adjudicación tendrán lugar, respectivamente, dos días y un día antes de la liquidación.

## 29 DE SEPTIEMBRE DE 2008

### OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO ESPECIAL

El Consejo de Gobierno del BCE decidió realizar una operación de financiación a plazo especial, al objeto de mejorar la situación general de liquidez del sistema bancario de la zona del euro. La operación se llevará a cabo de la siguiente manera: Se ejecutará en el día de hoy mediante un procedimiento de subasta estándar, a tipo de interés variable sin importe predeterminado. Se liquidará el martes 30 de septiembre de 2008 y vencerá el viernes 7 de noviembre de 2008. El BCE seguirá reconduciendo la liquidez hacia una situación equilibrada, de forma coherente con el objetivo de mantener los tipos de interés a muy corto plazo en un nivel próximo al tipo mínimo de puja. La renovación de la operación de financiación a plazo especial se extenderá como mínimo hasta después del final del año.

### 3 DE OCTUBRE DE 2008<sup>2</sup>

#### ANUNCIO GENERAL SOBRE LA POLÍTICA DE LIQUIDEZ

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que, a partir del 6 de octubre de 2008 y hasta nuevo aviso, todas las entidades aceptadas para participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema realizadas mediante subastas estándar y que cumplan criterios operativos adicionales u otros criterios de selección especificados por el banco central nacional correspondiente, podrán participar también en las subastas rápidas, procedimiento de subasta utilizado habitualmente en las operaciones de ajuste. En caso de que se considere necesario, los bancos centrales nacionales podrán dar a conocer otros detalles aplicables a las entidades radicadas en los respectivos Estados miembros.

### 7 DE OCTUBRE DE 2008

#### OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO COMPLEMENTARIA

En el día de hoy, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido aumentar de 25 mm de euros a 50 mm de euros el importe de adjudicación de la operación de financiación a plazo más largo complementaria a seis meses que se anunció en la nota de prensa publicada el 4 de septiembre de 2008 y que se adjudicará el 8 de octubre de 2008. En consecuencia, en esta operación se aplicará un límite máximo de 5 mm de euros a las pujas que se presenten.

### 8 DE OCTUBRE DE 2008

#### ANUNCIO GENERAL SOBRE LA POLÍTICA DE LIQUIDEZ

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido en el día de hoy, mediante una teleconferencia, adoptar las dos medidas siguientes: A partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de

interés aplicable a la operación principal de financiación, que actualmente es del 3,75%. A partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Por consiguiente, a partir del 9 de octubre, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se reducirá de 100 a 50 puntos básicos por encima del tipo de interés de la operación principal de financiación (esto es, actualmente, al 4,25%) y el tipo de interés de la facilidad de depósito se incrementará de 100 a 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés de la operación principal de financiación (esto es, actualmente, al 3,25%). Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario, y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero. El BCE seguirá reconduciendo la liquidez hacia una situación equilibrada, de forma coherente con el objetivo de mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel próximo al tipo de interés de la operación principal de financiación.

### 9 DE OCTUBRE DE 2008

#### OPERACIÓN DE AJUSTE

La operación lleva a la práctica la decisión adoptada ayer (véase la nota de prensa de 8 de octubre) para satisfacer todas las demandas de las entidades de contrapartida, es decir, adjudicación plena, para refinanciarse al 3,75%, contra la entrega de activos de garantía, durante el tiempo que se estime necesario, y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero.

<sup>2</sup> Los anuncios generales sobre la política de liquidez que no estuvieron directamente relacionados con la provisión de liquidez no se incluyen en este anexo. Se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet.



**15 DE OCTUBRE DE 2008**

**OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO COMPLEMENTARIAS/OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO ESPECIAL<sup>3</sup>**

En el día de hoy, el Consejo de Gobierno del BCE, mediante teleconferencia, ha decidido que a partir de la operación que se liquidará el 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre del 2009, la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo por parte del Eurosistema se mejorará como sigue, en consonancia con la ampliación temporal del conjunto de activos de reserva:

Hasta marzo del 2009, todas las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) se realizarán mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Las dos operaciones de financiación a plazo más largo complementarias (OFPMLC) a tres meses con vencimiento en febrero y marzo del 2009 se renovararán, y se realizará una operación a tres meses adicional en enero del 2009. La OFPMLC viva a seis meses con vencimiento en enero del 2009 se renovará, y se realizarán cuatro OFPMLC adicionales a seis meses en noviembre del 2008, diciembre del 2008, febrero del 2009 y marzo del 2009, de forma paralela a las respectivas OFPMLC a tres meses. Por tanto, hasta marzo del 2009 incluido, cada mes se llevarán a cabo dos operaciones a tres meses (una OFPML y una OFPMLC) y una operación a seis meses (OFPMLC). Además, la operación de financiación a plazo especial (OFPE) adjudicada el 29 de septiembre de 2008 se renovará al vencimiento, el 7 de noviembre de 2008, y tendrá un plazo igual a la duración del período de mantenimiento de reservas.

El BCE seguirá reconduciendo la liquidez hacia una situación equilibrada, de forma coherente con el objetivo de mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A tal fin, también aceptará depósitos a plazo fijo con vencimiento a una semana.

**16 DE OCTUBRE DE 2008**

**OTRA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS**

El 10 de octubre de 2008, el Magyar Nemzeti Bank (MNB) anunció la realización de nuevas operaciones de mercado abierto, con el fin de respaldar la liquidez en el mercado nacional de *swaps* de divisas. En el día de hoy, el Magyar Nemzeti Bank y el BCE anuncian conjuntamente un acuerdo para respaldar los instrumentos de provisión de liquidez en euros del Magyar Nemzeti Bank. Han alcanzado un acuerdo sobre cesiones temporales, que proporcionará al MNB una línea de crédito de hasta 5 mm de euros, con el fin de proporcionar apoyo adicional a las operaciones del MNB. En el sitio web del MNB (<http://www.mnb.hu>) puede consultarse información adicional sobre las subastas de *swaps* de divisas del MNB.

**27 DE OCTUBRE DE 2008**

**OTRA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS**

El Danmarks Nationalbank anuncia hoy la adopción de medidas para mejorar la liquidez en los mercados a corto plazo del euro. Para respaldar estas medidas, el BCE y el Danmarks Nationalbank han suscrito hoy un acuerdo de divisas recíproco (línea *swap*) por importe de 12 mm de euros, que permanecerá vigente mientras se considere necesario.

**21 DE NOVIEMBRE DE 2008**

**OTRA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS**

El Narodowy Bank Polski y el BCE anuncian conjuntamente que han llegado a un acuerdo para respaldar los instrumentos de provisión de liquidez en euros del Narodowy Bank Polski. El acuerdo, alcanzado el 6 de noviembre de 2008, está relacionado con las cesiones temporales y proporcionará al Narodowy Bank Polski una

<sup>3</sup> Los anuncios generales sobre el tipo de interés fijo aplicados en las OFPML, en las OFPMLC y en las operaciones de financiación a plazo especiales realizadas entre el 30 de octubre y el 31 de diciembre de 2008 no se incluyen en este anexo. Se pueden consultar en la dirección del BCE en Internet.

línea de crédito de hasta 10 mm de euros, con el fin de proporcionar apoyo adicional a las operaciones del NBP.

En el sitio web del Narodowy Bank Polski (<http://www.nbp.pl>) puede consultarse más información sobre las operaciones del Narodowy Bank Polski.

## **18 DE DICIEMBRE DE 2008**

### **ANUNCIO GENERAL SOBRE LA POLÍTICA DE LIQUIDEZ**

Como continuación a la nota de prensa «Cambios en el procedimiento de subasta y en la banda de las facilidades permanentes», publicada el 8 de octubre de 2008, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha decidido en el día de hoy adoptar las medidas siguientes: Las operaciones principales de financiación continuarán llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento del 2009, que se efectuará el 31 de marzo. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a situarse en 200 puntos básicos. Por consiguiente, a partir del 21 de enero, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se incrementará de 50 a 100 puntos básicos por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de interés de la facilidad de depósito se reducirá de 50 a 100 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación.

## OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO POR MONEDAS

### Operaciones en euros

Tipo de operación <sup>1)</sup>	Duración (días)	Fecha de liquidación	Importe adjudicado <sup>2)</sup> (mm de €)	Importe solicitado <sup>2)</sup> (mm de €)	Tipo marginal (%)	Tipo medio ponderado (%)	Tipo fijo (%)	Número de participantes	Ratio de cobertura de las pujas
OA	1	2 ene 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
OA	1	3 ene 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
OPF	5	4 ene 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
OPF	7	9 ene 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
OA	1	15 ene 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
OPF	7	16 ene 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
OPF	7	23 ene 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
OPF	7	30 ene 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
OFPML	92	31 ene 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
OPF	7	6 feb 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
OA	1	12 feb 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
OPF	7	13 feb 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
OPF	7	20 feb 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
OFPMLC	91	21 feb 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
OPF	7	27 feb 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
OFPML	91	28 feb 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
OPF	7	5 mar 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
OA	1	11 mar 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
OPF	7	12 mar 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
OFPMLC	91	13 mar 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
OPF	7	19 mar 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
OA	5	20 mar 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
OPF	7	26 mar 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
OFPML	91	27 mar 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
OA	1	31 mar 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
OPF	7	2 abr 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
OFPMLC	189	3 abr 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
OPF	7	9 abr 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
OA	1	15 abr 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
OPF	7	16 abr 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
OPF	7	23 abr 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
OPF	7	30 abr 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
OFPML	90	2 may 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
OPF	7	7 may 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
OA	1	13 may 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
OPF	7	14 may 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
OPF	7	21 may 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
OFPMLC	84	22 may 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
OPF	7	28 may 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
OFPML	91	29 may 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
OPF	7	4 jun 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
OA	1	10 jun 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
OPF	7	11 jun 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
OFPMLC	91	12 jun 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
OPF	7	18 jun 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
OPF	7	25 jun 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
OFPML	91	26 jun 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
OPF	7	2 jul 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
OA	1	8 jul 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
OPF	7	9 jul 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
OFPMLC	182	10 jul 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
OPF	7	16 jul 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
OPF	7	23 jul 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
OPF	7	30 jul 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
OFPML	91	31 jul 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
OPF	7	6 ago 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51
OA	1	12 ago 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
OPF	7	13 ago 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33

1) OPF = Operación principal de financiación, OFPML = Operación de financiación a plazo más largo, OFPMLC = Operación de financiación a plazo más largo complementaria, OFPE = Operación de financiación a plazo especial, OA = Operación de ajuste.

2) Valores positivos en el caso de las operaciones de inyección de liquidez; valores negativos en el de las operaciones de absorción de liquidez.

## Operaciones en euros

Tipo de operación <sup>1)</sup>	Duración (días)	Fecha de liquidación	Importe adjudicado <sup>2)</sup> (mm de €)	Importe solicitado <sup>2)</sup> (mm de €)	Tipo marginal (%)	Tipo medio ponderado (%)	Tipo fijo (%)	Número de participantes	Ratio de cobertura de las pujas
OFPMLC	91	14 ago 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
OPF	7	20 ago 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
OPF	7	27 ago 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
OFPML	91	28 ago 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
OPF	7	3 sep 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
OA	1	9 sep 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
OPF	7	10 sep 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
OFPMLC	91	11 sep 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
OA	1	15 sep 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
OA	1	16 sep 08	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
OPF	7	17 sep 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
OA	1	18 sep 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
OPF	7	24 sep 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
OA	1	24 sep 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
OFPML	84	25 sep 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
OFPE	38	30 sep 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
OPF	7	1 oct 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
OA	1	1 oct 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
OA	1	2 oct 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
OA	3	3 oct 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
OA	1	6 oct 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
OA	1	7 oct 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
OPF	7	8 oct 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
OFPMLC	182	9 oct 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
OA	6	9 oct 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
OPF	7	15 oct 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
OPF	7	22 oct 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
OPF	7	29 oct 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
OFPML	91	30 oct 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
OPF	7	5 nov 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
OFPE	33	7 nov 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
OA	1	11 nov 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
OPF	7	12 nov 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
OFPMLC	91	13 nov 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
OFPMLC	182	13 nov 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
OPF	7	19 nov 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
OPF	7	26 nov 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
OFPML	91	27 nov 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
OPF	7	3 dic 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
OA	1	9 dic 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
OPF	7	10 dic 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
OFPE	42	10 dic 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
OFPMLC	91	11 dic 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
OFPMLC	182	11 dic 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
OPF	6	17 dic 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
OFPML	98	18 dic 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
OPF	7	23 dic 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
OPF	7	30 dic 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) OPF = Operación principal de financiación, OFPML = Operación de financiación a plazo más largo, OFPMLC = Operación de financiación a plazo más largo complementaria, OFPE = Operación de financiación a plazo especial, OA = Operación de ajuste.

2) Valores positivos en el caso de las operaciones de inyección de liquidez; valores negativos en el de las operaciones de absorción de liquidez.

## Operaciones en dólares estadounidenses

Tipo de operación <sup>1)</sup>	Fecha de liquidación	Duración (días)	Importe adjudicado (mm de €)	Tipo marginal (%)	Tipo fijo (%) (OT) / Puntos swap fijos (SD)	Importe solicitado (mm de €)	Número de participantes	Ratio de cobertura de las pujas
OT	17 ene 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
OT	31 ene 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
OT	27 mar 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
OT	10 abr 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
OT	24 abr 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
OT	8 may 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
OT	22 may 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
OT	5 jun 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
OT	19 jun 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
OT	3 jul 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
OT	17 jul 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
OT	31 jul 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
OT	14 ago 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
OT	14 ago 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
OT	28 ago 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
OT	11 sep 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
OT	11 sep 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
OT	18 sep 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
OT	19 sep 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
OT	22 sep 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
OT	23 sep 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
OT	24 sep 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
OT	25 sep 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
OT	25 sep 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
OT	26 sep 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
OT	26 sep 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
OT	29 sep 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
OT	30 sep 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
OT	30 sep 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
OT	1 oct 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
OT	2 oct 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
OT	3 oct 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
OT	6 oct 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
OT	7 oct 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
OT	8 oct 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
OT	9 oct 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
OT	9 oct 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
OT	10 oct 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
OT	14 oct 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
OT	15 oct 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
OT	16 oct 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
SD	23 oct 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
OT	23 oct 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
SD	23 oct 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
OT	23 oct 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
SD	30 oct 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
OT	30 oct 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
SD	6 nov 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
OT	6 nov 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
SD	6 nov 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
OT	6 nov 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
SD	13 nov 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
OT	13 nov 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
SD	20 nov 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
OT	20 nov 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
SD	20 nov 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
OT	20 nov 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00
SD	28 nov 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
OT	28 nov 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
SD	4 dic 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00

1) OT= Operación temporal, SD = Swap de divisas.

#### Operaciones en dólares estadounidenses

Tipo de operación <sup>1)</sup>	Fecha de liquidación	Duración (días)	Importe adjudicado (mm de €)	Tipo marginal (%)	Tipo fijo (%) (OT) / Puntos swap fijos (SD)	Importe solicitado (mm de €)	Número de participantes	Ratio de cobertura de las pujas
OT	4 dic 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
SD	4 dic 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
OT	4 dic 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
SD	11 dic 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
OT	11 dic 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
SD	18 dic 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
OT	18 dic 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
SD	18 dic 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
OT	18 dic 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
SD	23 dic 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
OT	23 dic 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
SD	30 dic 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
OT	30 dic 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) OT= Operación temporal, SD = Swap de divisas.

#### Operaciones en franco suizos

Tipo de operación <sup>1)</sup>	Fecha de liquidación	Duración (días)	Importe adjudicado (mm de €)	Tipo marginal (%)	Puntos swap fijos	Importe solicitado (mm de €)	Número de participantes	Ratio de cobertura de las pujas
SD	22 oct 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
SD	29 oct 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
SD	5 nov 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
SD	7 nov 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
SD	12 nov 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
SD	19 nov 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
SD	21 nov 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
SD	26 nov 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
SD	3 dic 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
SD	5 dic 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
SD	10 dic 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
SD	17 dic 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
SD	19 dic 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
SD	23 dic 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
SD	30 dic 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) SD = Swap de divisas.



## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2008

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2008. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre del 2008 y febrero del 2009. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2007», abril 2008.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

### BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º- aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.

«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.

«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.

«La dimensión externa del análisis monetario», agosto 2008.

«El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto 2008.

«Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», octubre 2008.

«Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas e inversores institucionales», octubre 2008.

«Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», noviembre 2008.

- «Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.
- «Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.
- «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
- «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
- «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
- «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.

### **STATISTICS POCKET BOOK**

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

### **DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS**

- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», S. Kerjean, junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Mas-Guix, julio 2008.

### **DOCUMENTOS OCASIONALES**

- 78 «A framework for assessing global imbalances», T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», M. Baltzer, L. Capiello, R. A. De Santis y S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», L. Capiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.
- 85 «Benchmarking the Lisbon strategy», D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia», S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.

- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.
- 94 «The changing role of the exchange rate in a globalised economy», F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», Grupo de expertos sobre retos relacionados con la estabilidad financiera en los países candidatos del Comité de Relaciones Internacionales, septiembre 2008.
- 96 «The monetary presentation of the euro area balance of payments», L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», F. di Mauro y K. Forster, septiembre 2008.
- 98 «Will oil prices decline over the long run? », R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, octubre 2008.
- 99 «The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches», A. M. Agresti, P. Baudino y P. Poloni, noviembre 2008.
- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.

#### **BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN**

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO**

- 973 «Do China and oil exporters influence major currency configurations?», M. Fratzscher y A. Mehl, diciembre 2008.
- 974 «Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan», P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger, diciembre 2008.
- 975 «Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom up approach from the production side», E. Hahn y F. Skudelny, diciembre 2008.
- 976 «The term structure of interest rates across frequencies», K. Assenmacher-Wesche y S. Gerlach, diciembre 2008.
- 977 «Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates», M. Guidolin y D. L. Thornton, diciembre 2008.
- 978 «Measuring monetary policy expectations from financial market instruments», M. Joyce, J. Relleen y S. Sorensen, diciembre 2008.
- 979 «Futures contract rates as monetary policy forecasts», G. Ferrero y A. Nobili, diciembre 2008.
- 980 «Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan», T. Nagano y N. Baba, diciembre 2008.
- 981 «Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?», T. Välimäki, diciembre 2008.
- 982 «Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market», N. Cassola y C. Morana, diciembre 2008.

- 983 «What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB's policy rate?», T. Linzert y S. Schmidt, diciembre 2008.
- 984 «The daily and policy-relevant liquidity effects», D. L. Thornton, diciembre 2008.
- 985 «Portuguese banks in the euro area market for daily funds», L. Farinha y V. Gaspar, diciembre 2008.
- 986 «The topology of the federal funds market», M. L. Bech y E. Atalay, diciembre 2008.
- 987 «Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update», J. Idier y S. Nardelli, diciembre 2008.
- 988 «The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from an electronic platform», R. Beaupain y A. Durré, diciembre 2008.
- 989 «Modelling loans to non-financial corporations in the euro area», C. Kok Sørensen, D. Marqués Ibáñez y C. Rossi, enero 2009.
- 990 «Fiscal policy, housing and stock prices», A. Afonso y R. M. Sousa, enero 2009.
- 991 «The macroeconomic effects of fiscal policy», A. Afonso y R. M. Sousa, enero 2009.
- 992 «FDI and productivity convergence in central and eastern Europe: an industry-level investigation», M. Bijsterbosch y M. Kolasa, enero 2009.
- 993 «Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using the Asian international input-output table», G. Pula y T. A. Peltonen, enero 2009.
- 994 «Fiscal sustainability and policy implications for the euro area», F. Balassone, J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer y P. Tommasino, enero 2009.
- 995 «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, enero 2009.
- 996 «What drives euro area break-even inflation rates?», M. Ciccarelli y J. A. García, enero 2009.
- 997 «Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations», C. Coluzzi, A. Ferrando y C. Martínez-Carrascal, enero 2009.
- 998 «Infinite-dimensional VARs and factor models», A. Chudik y M. H. Pesaran, enero 2009.
- 999 «Risk-adjusted forecasts of oil prices», P. Pagano y M. Pisani, enero 2009.
- 1000 «Wealth effects in emerging market economies», T. A. Peltonen, R. M. Sousa e I. S. Vansteenkiste, enero 2009.
- 1001 «Identifying the elasticity of substitution with biased technical change», M. A. León-Ledesma, P. McAdam y A. Willman, enero 2009.
- 1002 «Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks», O. Castrén, T. Fitzpatrick y M. Sydow, febrero 2009.
- 1003 «Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains», J. Messina, C. Strozzi y J. Turunen, febrero 2009.
- 1004 «Characterising the inflation-targeting regime in South Korea», M. Sánchez, febrero 2009.
- 1005 «Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries», F. Rumler y J. Scharler, febrero 2009.
- 1006 «Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition», P. Du Caju, C. Fuss y L. Wintr, febrero 2009.
- 1007 «Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation», G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens y R. Wouters, febrero 2009.
- 1008 «Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions», K. Nikolaou, febrero 2009.
- 1009 «Optimal sticky prices under rational inattention», B. Maćkowiak y M. Wiederholt, febrero 2009.
- 1010 «Business cycles in the euro area», D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, febrero 2009.
- 1011 «The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves», S. Eickmeier y K. Moll, febrero 2009.

- 1012 «Petrodollars and imports of oil-exporting countries», R. Beck y A. Kamps, febrero 2009.
- 1013 «Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect», A. Beyer, A. Haug y B. Dewald, febrero 2009.
- 1014 «Asset prices and current account fluctuations in G7 economies», M. Fratzscher y R. Straub, febrero 2009.
- 1015 «Inflation forecasting in the new EU Member States», O. Arratibel, C. Kamps y N. Leiner-Killinger, febrero 2009.

### OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
- «Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
- «The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics quality framework (SQF) », abril 2008 (sólo en Internet).
- «Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).
- «TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Financial integration in Europe», abril 2008.
- «Financial Stability Review», junio 2008.
- «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.
- «The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Legal framework of the Eurosystem and the ESCB – ECB legal acts and instruments», julio 2008.
- «CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.
- «New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).
- «28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).
- «A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008», noviembre 2008.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», noviembre 2008.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Zona Única de Pagos en Euros – Sexto Informe», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2008.

«Covered bonds in the EU financial system», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (sólo en Internet).

«Euro money market study 2008», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Eurosystem oversight policy framework», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (sólo en Internet).

«European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution», febrero 2009 (sólo en Internet).

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», 2.<sup>a</sup> edición, abril 2008.

«Price stability – why is it important for you? », junio 2008.

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.



## 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 exteriores netos de las IFM:** activos exteriores de las **IFM** de la **zona del euro** (como oro, monedas y billetes en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la **zona del euro** (como depósitos, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las IFM con vencimiento hasta dos años de no residentes en la zona del euro).

**Activos de garantía:** activos pignoralos o transferidos (v.g., por las **entidades de crédito** a los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (v.g., 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.

**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**).

**Balance consolidado del sector IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones entre IFM que figuran en el balance agregado del sector (como, por ejemplo, los préstamos y depósitos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a

los residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

**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 2 del artículo 107). 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**.

**Brecha de financiación de las sociedades no financieras:** la brecha de financiación puede definirse como el saldo entre el ahorro de las empresas (a través de los beneficios no distribuidos y la amortización) y las inversiones no financieras de las sociedades no financieras. La brecha de financiación basada en las cuentas financieras también puede definirse como el saldo entre las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Las dos medidas presentan discrepancias estadísticas originadas por diferencias en las estadísticas fuente.

**Cartera de referencia:** en relación con las inversiones, es una cartera o índice de referencia construido en función de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La cartera de referencia sirve como base para comparar el comportamiento de la cartera mantenida.

**Central Depositaria de Valores (CDV):** entidad que i) permite que las operaciones con valores se procesen y liquiden mediante anotaciones en cuenta, y ii) desempeña un papel activo en garantizar la integridad de las emisiones de valores. En una CDV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, en anotaciones en cuenta).

**Cesión temporal:** acuerdo, también denominado «repo», por el que se venden valores con pacto de recompra en una fecha y a un precio determinados.

**Coefficiente de reservas:** porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Este coeficiente se utiliza para calcular las **exigencias de reservas**.

**Comité Económico y Financiero (CEF):** órgano consultivo de la Comunidad que contribuye a preparar las tareas del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. Entre sus funciones se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la Comunidad y la vigilancia presupuestaria.

**Comité Ejecutivo:** uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países miembros que han adoptado el euro.

**Consejo ECOFIN:** el Consejo de la UE reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

**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:** el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los países miembros que han adoptado el euro.

**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**).

**Derivado de crédito:** instrumento financiero que separa el **riesgo de crédito** de la operación financiera subyacente, permitiendo que este riesgo se valore y se transfiera por separado.

**Entidad de contrapartida:** la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

**Entidad de contrapartida central:** entidad que, en los contratos negociados en uno o más mercados financieros, se interpone entre las **contrapartes**, actuando de comprador frente a los vendedores, y de vendedor frente a los compradores.

**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 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.

**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.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado 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 banco central nacional, remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

**Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

**Facilidad permanente:** instrumento del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

**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 comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del **mercado monetario**.

**Instituto Monetario Europeo (IME):** institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. 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, 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.

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y 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**.

**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 distintos de acciones** a largo plazo.

**Mercado de renta variable:** mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

**Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC):** mecanismo establecido por el **Eurosistema** con el objeto de que las **entidades de contrapartida** puedan utilizar de modo transfronterizo los activos de garantía. En el MCBC, los BCN actúan como custodios unos de otros. 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 (reajuste).

**Opción:** instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g., 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 mercado abierto** regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**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 subastas 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 (OIF):** 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:** el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en la tercera fase de la **Unión Económica y Monetaria**, 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) nº 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) nº 1055/2005 de 27 de junio de 2005, y el Reglamento (CE) nº 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) nº 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 nuevo 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. Las negociaciones de adhesión con Croacia y con Turquía comenzaron el 3 de octubre de 2005, mientras que las negociaciones con la Antigua República Yugoslava de Macedonia aún no se han iniciado.

**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 104 y desarrollada en el Protocolo nº 20 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los Estados miembros de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen estos criterios. El artículo 104 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**.

**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**.

**Rentabilidad empresarial:** medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios. Hay distintas 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 PIB 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, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición, el riesgo de principal y el riesgo de liquidación.

**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 de una o más de las obligaciones de liquidación de un participante. Este riesgo comprende, en particular, el riesgo operativo, el **riesgo de crédito** y el riesgo de liquidez.

**Riesgo de liquidez de mercado:** riesgo de que una operación efectuada en el mercado financiero no pueda cerrarse o sólo pueda cerrarse en unas condiciones peor de las previstas, debido a una liquidez inadecuada o a una distorsión en el mercado

**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 imposibilidad de que un participante cumpla sus obligaciones de pago en un sistema dé lugar a que otros participantes tampoco las puedan atender, con posibles efectos de contagio, como considerables problemas de liquidez o de crédito, que podrían poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. Tal incumplimiento puede ser causado por problemas operativos o financieros.

**Saldo primario:** necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

**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 que aún no han adoptado 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 Comunidad del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93).

**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 (sin compensación) en tiempo real (de forma continua) (véase, también, **TARGET**).

**Sistema de liquidación de valores (SLV):** sistema de transferencia para la liquidación de operaciones con valores. Comprende todos los procedimientos institucionales necesarios para la compensación y liquidación de operaciones con valores, así como para su custodia.

**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 (SLBTR) para el euro.

**TARGET2:** una nueva generación del sistema **TARGET** que sustituye a la anterior estructura técnica descentralizada por una plataforma compartida única que ofrece un servicio armonizado con una estructura de precios uniforme.

**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.

**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 cambios efectivos nominales del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 principales socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio 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.

**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 vivienda 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.

**Tratado:** se refiere al Tratado constitutivo de la Comunidad Europea («Tratado de Roma»). El Tratado se ha modificado en varias ocasiones, en particular por el Tratado de la Unión Europea («Tratado de Maastricht»), que estableció la base para la **Unión Económica y Monetaria** y contiene los Estatutos del **SEBC**.

**Tratamiento automatizado de principio a fin:** tratamiento de las operaciones y transferencias de pagos, incluida, en su caso, la tramitación automatizada de la confirmación y del case, así como de la generación, compensación y liquidación, de las órdenes de pago.

**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 cotizadas), 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 (v.g., 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 que incluye aquellos Estados miembros que, de conformidad con el **Tratado**, han adoptado el euro como moneda única y en la cual se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo**. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

ISSN 1561-4522



9 771561 452003