



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

INFORME ANUAL 2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

2011

BANCO CENTRAL EUROPEO

INFORME ANUAL
2011





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



INFORME ANUAL 2011

En el año 2012,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 50 euros.

© Banco Central Europeo, 2012

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:

*Andreas Böttcher
Banco Central Europeo/Robert Metsch
ISOCHROM.com*

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 2 de marzo de 2012.

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

ÍNDICE

PRÓLOGO	7	2.5 Evolución de las finanzas públicas	72
CAPÍTULO I		Recuadro 8 Activos y pasivos financieros del sector público de la zona del euro	72
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA MONETARIA			
I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	16	3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO	81
Recuadro 1 Medidas no convencionales en 2011	16	CAPÍTULO 2	
2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA	23	OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL	
2.1 Entorno macroeconómico mundial	23	I OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	90
2.2 Evolución monetaria y financiera	30	1.1 Operaciones de política monetaria	90
Recuadro 2 El dinero y el crédito como indicadores de alerta temprana de desajustes en el precio de los activos	32	1.2 Operaciones en divisas y operaciones con otros bancos centrales	97
Recuadro 3 Evolución reciente de la cuenta financiera de la zona del euro	39	1.3 Actividades de inversión	99
Recuadro 4 Saldos en TARGET2 del Eurosistema en un contexto de deterioro de los mercados monetarios	41	2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES	102
Recuadro 5 Turbulencias en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y contagios al sector financiero en 2011	46	2.1 El sistema TARGET2	102
2.3 Evolución de los precios y costes	56	2.2 TARGET2-Securities	104
Recuadro 6 Evolución de los precios de las materias primas e inflación medida por el IAPC en la zona del euro: comparación de las subidas registradas en 2008 y 2011	57	2.3 Procedimientos de liquidación de los activos de garantía	105
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	64	3 BILLETES Y MONEDAS	107
Recuadro 7 Ajuste laboral en la zona del euro y en Estados Unidos desde la crisis	68	3.1 Circulación de billetes y monedas	107
		3.2 Falsificación de billetes y disuasión de falsificaciones	108
		3.3 Producción y emisión de billetes	109
		4 ESTADÍSTICAS	112
		4.1 Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	112
		4.2 Otras innovaciones estadísticas	112
		5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA	115
		5.1 Áreas de investigación prioritarias y resultados alcanzados	115
		5.2 Difusión de la investigación: publicaciones y conferencias	115

6	OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES	117	5	VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO	142
6.1	Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	117	5.1	Sistemas de grandes pagos y proveedores de servicios de infraestructuras	142
6.2	Funciones consultivas Recuadro 9 Independencia del banco central en Hungría	117	5.2	Sistemas de pequeños pagos e instrumentos de pago	144
6.3	Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo	120	5.3	Compensación y liquidación de valores y derivados	145
6.4	Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	122			
	CAPÍTULO 3			CAPÍTULO 4	
	ESTABILIDAD FINANCIERA, TAREAS RELACIONADAS CON EL FUNCIONAMIENTO DE LA JERS E INTEGRACIÓN FINANCIERA			ASUNTOS EUROPEOS	
I	ESTABILIDAD FINANCIERA	126	1	CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA Y ASPECTOS INSTITUCIONALES	150
1.1	Seguimiento de la estabilidad financiera	126	2	EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE	154
1.2	Mecanismos de estabilidad financiera	129			
2	TAREAS RELACIONADAS CON EL FUNCIONAMIENTO DE LA JUNTA DE RIESGO SISTÉMICO	131		CAPÍTULO 5	
2.1	Marco institucional	131		ASUNTOS INTERNACIONALES	
2.2	Apoyo analítico, estadístico, logístico y organizativo a la JERS Recuadro 10 Red de investigación macroprudencial del SEBC	132	1	ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL	158
3	REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS	135	2	COOPERACIÓN CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE	161
3.1	Sector bancario	135			
3.2	Valores	136		CAPÍTULO 6	
3.3	Contabilidad	137		COMUNICACIÓN EXTERNA Y RENDICIÓN DE CUENTAS	
4	INTEGRACIÓN FINANCIERA	138	1	RENDICIÓN DE CUENTAS Y POLÍTICA DE COMUNICACIÓN	166
			2	RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO	168
			3	ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN	171

CAPÍTULO 7

MARCO INSTITUCIONAL Y ORGANIZACIÓN

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	176
1.2 Consejo de Gobierno	177
1.3 Comité Ejecutivo	177
1.4 Consejo General	179
1.5 Comités del Eurosistema/SEBC, Comité de Presupuestos, Conferencia de Recursos Humanos y Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema	181
1.6 Gobierno corporativo	182

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 Gestión de los recursos humanos	188
2.2 Relaciones con el personal y diálogo social	189
2.3 Diálogo Social del SEBC	190
2.4 Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema	190
2.5 Nueva sede del BCE	191
2.6 Aspectos medioambientales	191
2.7 Gestión de los servicios de tecnologías de la información	192

CUENTAS ANUALES DEL BCE

Informe de gestión del ejercicio 2011	196
Balance a 31 de diciembre de 2011	202
Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2011	204
Normativa contable	205
Notas al balance	211
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	226
Informe del auditor externo	231
Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	232
Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2011	234

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE	238
DECRETOS ADOPTADOS POR EL BCE	241
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	248
PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ	251
PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO	252
GLOSARIO	253

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

OTROS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCE	Banco central nacional
BPI	Banco de Pagos Internacionales
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EEE	Espacio Económico Europeo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones financieras monetarias
IPC	Índice de precios de consumo
IPR	Índice de precios industriales
mm	Miles de millones
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto interior bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos

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

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

PRÓLOGO



2011 fue un año excepcional por la difícil situación económica y financiera. En este entorno, el Banco Central Europeo constituyó en todo momento un ancla para la estabilidad y la confianza, como puso de manifiesto el hecho de que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecieran firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo, un logro considerable, dadas las adversas circunstancias, y un signo del alto grado de credibilidad de la política monetaria del BCE.

A lo largo de 2011, la evolución de los precios se vio influida significativamente por el aumento de los precios de la energía y de las materias primas, que dio lugar a elevados niveles de inflación. En conjunto, la tasa media de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,7%. En la primera parte del año, continuó la recuperación económica de la zona del euro, sostenida por el crecimiento mundial y el fortalecimiento de la

demanda interna. Al mismo tiempo, las tasas de inflación se incrementaron considerablemente a principios de 2011 y, según el análisis económico, los riesgos para las perspectivas de inflación se desplazaron al alza. El ritmo subyacente de expansión monetaria se recuperó gradualmente, en un contexto de abundante liquidez que pudo haber acomodado presiones al alza sobre los precios. Con el fin de garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno elevó 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE en dos ocasiones, en abril y julio de 2011, tras haberlos mantenido en niveles muy bajos durante casi dos años.

A partir de mediados de julio se intensificaron las tensiones en los mercados financieros, principalmente como consecuencia de la preocupación de los participantes en el mercado ante la evolución de las finanzas públicas en varios países de la zona del euro. El consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras y el deterioro de la confianza económica, sumados a la menor demanda mundial, frenaron la actividad económica de la zona del euro en el segundo semestre de 2011. El PIB real aumentó en total un 1,4% en 2011. La elevada incertidumbre en los mercados financieros, unida a las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, también afectó al crecimiento monetario, que disminuyó hacia finales de 2011. El ritmo subyacente de expansión monetaria continuó siendo moderado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre y en diciembre en un total de 50 puntos básicos.

Los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro aumentaron considerablemente durante 2011 al intensificarse la crisis de la deuda soberana y su impacto en el sector bancario. Especialmente en el segundo semestre del año, los efectos de contagio en algunos de los países más grandes de la zona del euro cobraron fuerza en un entorno de crecientes dificultades derivadas de la

interacción entre unas finanzas públicas vulnerables y el sector financiero. Ello vino acompañado de un deterioro de las perspectivas de crecimiento macroeconómico, principalmente hacia finales de año. Las tensiones de financiación del sector bancario de la zona del euro se incrementaron notablemente en varios segmentos del mercado, incluidos el de financiación a largo plazo sin garantías y el de financiación a corto plazo en dólares estadounidenses. Esta situación se tradujo en una intensificación de las presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito a finales de 2011, con el riesgo de posibles consecuencias adversas para la disponibilidad de crédito. Las oportunas medidas adoptadas por los bancos centrales permitieron contener adecuadamente las presiones de desapalancamiento originadas por las dificultades de financiación a corto y medio plazo de las entidades de crédito.

Dado que las tensiones en los mercados financieros afectaron negativamente al mecanismo de transmisión de la política monetaria, el Consejo de Gobierno adoptó una serie de medidas de política monetaria no convencionales a partir del mes de agosto de 2011, entre ellas la reactivación del programa para los mercados de valores, la puesta en marcha de un segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados y medidas encaminadas a proporcionar liquidez en moneda extranjera. Además, el Eurosistema decidió mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación hasta finales de junio de 2012, como mínimo. En diciembre, el Consejo de Gobierno adoptó nuevas medidas de apoyo al crédito, que incluyeron la realización de dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años, el aumento de la disponibilidad de activos de garantía y la reducción del coeficiente de reservas al 1%. El objetivo principal de estas medidas era mitigar los efectos de las tensiones en los mercados financieros sobre la oferta de crédito a los

hogares y a las empresas, garantizando que las entidades de crédito no vieran limitada su liquidez.

El aumento generalizado de los riesgos para la estabilidad financiera puso de manifiesto una clara necesidad de adoptar medidas firmes y audaces dentro y fuera de la zona del euro. El paquete de medidas anunciadas o adoptadas por el Consejo Europeo y los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro abarcaba varias áreas cruciales y tenía por objeto restablecer la estabilidad financiera de la zona. Los elementos centrales del paquete incluían un nuevo pacto fiscal y el reforzamiento de los mecanismos de estabilización en la zona del euro, entre ellos una Facilidad Europea de Estabilización Financiera más eficaz, el adelanto de la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad y medidas para afrontar las dificultades extraordinarias de Grecia.

El 27 de enero de 2012, los jefes de Estado y de Gobierno acordaron el pacto presupuestario, recogido en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria. El Tratado promueve el fortalecimiento del actual marco presupuestario, sobre todo mediante la transposición al ordenamiento jurídico nacional de una regla de equilibrio presupuestario estructural, que habrá de verificar el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Cualquier desviación de la regla y el correspondiente impacto acumulado en la deuda pública se corregirán automáticamente. Si se aplica y se hace cumplir de manera eficaz, esta nueva regla presupuestaria debería mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas de la zona del euro.

Por lo que respecta al sector bancario, la Autoridad Bancaria Europea y los supervisores nacionales adoptaron medidas para fortalecer de forma duradera el capital de las entidades de crédito de la Unión Europea, basándose en las pruebas de resistencia realizadas a escala de la UE que concluyeron en julio. Para atender las

necesidades de financiación de las entidades de crédito, se facilitó el acceso a la financiación a plazo mediante la reintroducción de los planes de avales públicos, cuyo acceso y condiciones se coordinaron a escala de la UE.

En 2011 se mantuvo el ritmo de la agenda de reformas regulatorias. Un importante avance para hacer frente a los riesgos para el sistema financiero mundial fue la adopción por parte del G 20 de un conjunto integrado de medidas relativas a las instituciones financieras de importancia sistémica. El BCE respalda plenamente estas nuevas normas internacionales diseñadas para afrontar las externalidades negativas y el riesgo moral que plantean los bancos de importancia sistémica global. Estas normas constituyen un paso necesario para reducir la probabilidad y la gravedad de la inestabilidad financiera y de los rescates. El BCE, en su calidad de miembro del Consejo de Estabilidad Financiera, participó activamente en estas labores.

Los trabajos de continuación de Basilea III, dedicados a la revisión y la conclusión de determinados elementos de las nuevas normas de capital y de liquidez, constituyeron otro tema importante. El BCE también contribuyó a la aplicación de las normas de Basilea III en Europa y acogió positivamente las propuestas de Directiva y de Reglamento formuladas por la Comisión Europea el 20 de julio de 2011 para transponer el marco de Basilea III a la legislación de la UE. En su dictamen, publicado el 27 de enero de 2012, el BCE apoyó plenamente el firme compromiso de la UE de implantar las normas y acuerdos internacionales en el ámbito de la regulación financiera, teniendo en cuenta al mismo tiempo, cuando proceda, determinadas características específicas del sistema jurídico y financiero de la UE.

2011 fue el primer año de existencia de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), el órgano de supervisión macroprudencial de la UE responsable de identificar y valorar los

riesgos sistémicos, así como de emitir alertas y formular recomendaciones. El BCE asume las funciones de Secretaría de la JERS. En 2011, la JERS inició un intercambio periódico de opiniones sobre los riesgos sistémicos para el sistema financiero de la UE; en este contexto, aspectos claves han sido la interacción entre la solvencia de los emisores soberanos europeos, las crecientes dificultades de las entidades de crédito para conseguir financiación y el debilitamiento del crecimiento económico. La JERS adoptó tres recomendaciones públicas sobre: i) la concesión de préstamos en moneda extranjera; ii) la financiación en dólares estadounidenses de las entidades de crédito; y iii) el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales. Actualmente, la JERS está trabajando en la creación del mecanismo de seguimiento correspondiente, de acuerdo con el principio de «actuar o explicar». Por último, la JERS se dedicó, a lo largo del año, a desarrollar las bases de una política macroprudencial en la UE y, a tal fin, examinó los aspectos macroprudenciales de las propuestas de legislación de la UE –en particular las relativas a los requerimientos de capital de las entidades de crédito y a la infraestructura de mercado– y compartió con los órganos legislativos de la UE su preocupación al respecto.

El BCE siguió contribuyendo a las principales iniciativas en materia de política económica y regulación encaminadas a mejorar la estabilidad de las infraestructuras de los mercados financieros, incluidas las iniciativas legislativas a escala de la UE. El BCE contribuyó también a los trabajos del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), en particular en relación con los principios para las infraestructuras de los mercados financieros y con los trabajos en el ámbito de la infraestructura de mercado para los derivados OTC. Además, en mayo de 2011 el Consejo de Gobierno aprobó el mandato del Foro Europeo sobre la Seguridad de los Pequeños Pagos. Por último, en 2011 se llevó a cabo una amplia revisión preliminar

de la documentación disponible relativa al diseño de TARGET2-Securities, que contó con la participación de todas las autoridades competentes.

En lo que respecta a la prestación de servicios de banco central, el Eurosistema gestiona el sistema de grandes pagos TARGET2. La plataforma única de TARGET2 facilita la liquidación bruta en tiempo real de las operaciones en euros y permite a 24 bancos centrales de la UE y a sus respectivas comunidades de usuarios beneficiarse de los mismos servicios integrales y avanzados. En 2011 se realizaron progresos significativos en el programa del Eurosistema para un nuevo sistema multidivisa de liquidación de valores, denominado TARGET2-Securities (T2S). Tras más de dos años de negociaciones, el Consejo de Gobierno aprobó la documentación legal pertinente, allanando el camino para que los depositarios centrales de valores y el Eurosistema puedan suscribir contratos en 2012. Asimismo se concluyeron las negociaciones con los bancos centrales de países no pertenecientes a la zona del euro interesados en liquidar operaciones con valores en T2S en sus respectivas monedas. También se avanzó en cuestiones técnicas, entre las que cabe destacar la publicación de las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios y la selección de los proveedores de servicios de red. Además se progresó en los trabajos relativos a las mejoras que se introducirán próximamente en los servicios de gestión de activos de garantía del Eurosistema, concretamente en lo que respecta a la supresión del requisito de repatriación y al apoyo a los servicios de gestión de activos de garantía tripartitos transfronterizos en el modelo de corresponsalia entre bancos centrales.

En cuanto a los aspectos relacionados con la organización del BCE, al final de 2011 la plantilla del BCE en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa ascendía a 1.440,5 empleados, en comparación con 1.421,5 al final de 2010. Este aumento

se debió fundamentalmente a un incremento de necesidades operativas como resultado de la crisis financiera. El personal del BCE procede de los 27 Estados miembros de la UE y se contrata mediante procesos abiertos de selección para cubrir vacantes que se publican en el sitio web del BCE. En el año 2011, en el marco de la política de movilidad del BCE, 237 miembros de la plantilla cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, seis empleados se acogieron al programa de experiencia laboral externa en otros organismos, y se concedieron excedencias a otros 54 para la realización de estudios, para incorporarse a otras organizaciones o por motivos personales. La adquisición y el desarrollo continuos de competencias profesionales por parte de todos los empleados del BCE continuaron siendo un elemento fundamental de la estrategia de recursos humanos de la institución. Los principales avances en el ámbito de la política de recursos humanos incluyeron la introducción de normas sobre jornada laboral y permisos que favorezcan en mayor medida la conciliación de la vida familiar, la creación de un Comité de Prevención de Riesgos Laborales y la introducción de servicios de orientación para los empleados.

En 2011, las obras de construcción de la nueva sede del BCE progresaron de acuerdo con el calendario fijado y el presupuesto asignado. La construcción de la doble torre de oficinas avanzó a una media de una planta cada seis días. La fecha de finalización de la nueva sede no se ha modificado y está prevista para finales de 2013.

En lo relativo a las cuentas financieras, el BCE registró un superávit de 1,89 mm de euros en 2011, en comparación con un superávit de 1,33 mm de euros en 2010. El Consejo de Gobierno decidió transferir, a 31 de diciembre de 2011, un importe de 1,17 mm de euros a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, elevándola hasta su límite máximo de 6,36 mm de euros, que era el valor del capital del BCE desembolsado hasta la citada fecha por

los BCN de la zona del euro. El resultado neto del BCE en 2011, después de la transferencia a la provisión, fue de 728 millones de euros, cantidad que se distribuyó a los BCN de la zona del euro en proporción a su participación en el capital desembolsado del BCE.

Fráncfort del Meno, marzo de 2012



Mario Draghi



Vista de la nueva sede del BCE desde el este. La nueva sede del BCE se construye conforme al proyecto de COOP HIMMELB(L)AU; su plazo de entrega vence al final de 2013, y estará formada por tres edificios principales, que son la doble torre de oficinas, el Grossmarkthalle y el edificio de entrada.

CAPÍTULO I

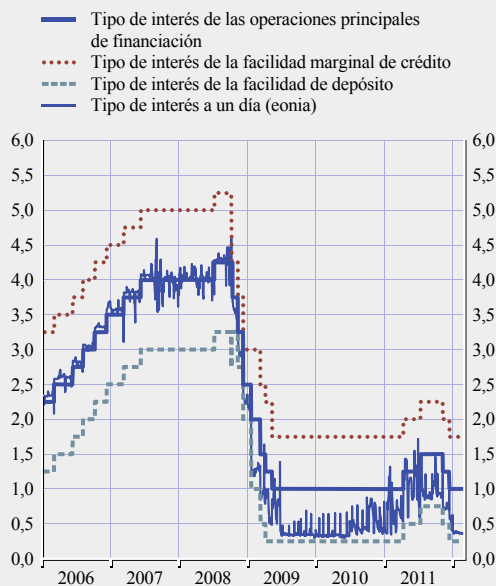
**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA MONETARIA**

I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2011, el Eurosistema tuvo que hacer frente una vez más a una situación extremadamente difícil. Hasta el verano de 2011 las presiones inflacionistas se intensificaron como consecuencia de la subida de precios de las materias primas, lo que pudo haber provocado un proceso inflacionista generalizado en un entorno de recuperación económica. Los riesgos para las perspectivas de inflación en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, identificados en el análisis económico, se desplazaron al alza. Además, si bien el análisis monetario indicaba que el ritmo subyacente de expansión monetaria era moderado, la liquidez monetaria era abundante y podría haber facilitado la acomodación de las presiones sobre los precios. Para contener estos riesgos, el Consejo de Gobierno elevó en total los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos, en dos subidas efectuadas en abril y en julio, respectivamente. En el segundo semestre del año, la intensificación de las tensiones en los mercados financieros ejerció un considerable efecto moderador sobre la actividad económica de la zona del euro. Para garantizar el mantenimiento de la estabilidad de precios, en noviembre y diciembre el Consejo de Gobierno recortó en total los tipos de interés oficiales del BCE 50 puntos básicos. A finales de 2011, el tipo de interés de la operación principal de financiación se situaba en el 1%, el tipo de interés de la facilidad de depósitos en el 0,25% y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% (véase gráfico 1).

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

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Los niveles tan elevados de tensión que se observaron en los mercados financieros a partir del verano pudieron dificultar la transmisión de las señales de la política monetaria a la economía. Para garantizar una transmisión fluida y homogénea, el BCE adoptó distintas medidas de política monetaria no convencionales entre agosto y diciembre de 2011 (véase recuadro 1).

Recuadro 1

MEDIDAS NO CONVENCIONALES EN 2011¹

El significativo deterioro registrado en varios segmentos del mercado financiero de la zona del euro llevó al BCE a introducir una serie de medidas de política monetaria no convencionales en el segundo semestre de 2011. Las tensiones existentes en los mercados de deuda pública, que se habían limitado, en general, a Grecia, Irlanda y Portugal, se propagaron de forma creciente a Italia y España, y posteriormente a otros países de la zona del euro (véase gráfico). Estos hechos son atribuibles, entre

¹ En los recuadros titulados «Mercados financieros a principios de agosto de 2011 y medidas de política monetaria del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2011, y «Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011, puede encontrarse más información sobre la respuesta del BCE a la crisis financiera en el segundo semestre de 2011.

otras causas, a cuestiones de sostenibilidad fiscal, especialmente en relación con determinados países de la zona, a la preocupación acerca de las perspectivas económicas mundiales y a la incertidumbre sobre las modalidades que adoptaría el apoyo financiero europeo a los países de la zona del euro más afectados por la crisis de deuda soberana, incluida la posibilidad de participación del sector privado. Las graves tensiones observadas en los mercados de deuda soberana en el segundo semestre de 2011 afectaron, asimismo, al mercado monetario de la zona del euro.

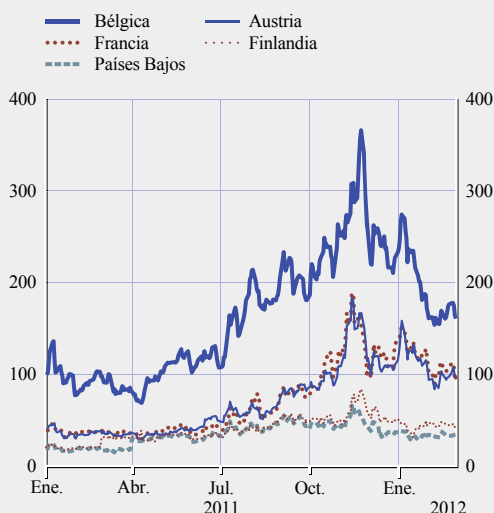
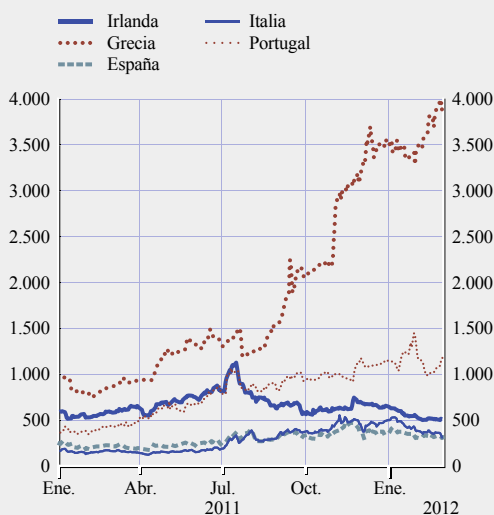
Todo lo anterior indujo al Consejo de Gobierno del BCE a adoptar una serie de medidas de política monetaria no convencionales a partir de agosto de 2011, encaminadas a evitar turbulencias en los mercados financieros similares a las observadas tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Sin dichas medidas, la evolución de los mercados podría haber tenido consecuencias negativas en la transmisión de los impulsos de la política monetaria y, por lo tanto, en el mantenimiento de la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo.

En agosto de 2011, el Consejo de Gobierno anunció que el Eurosistema continuaría proporcionando liquidez a las entidades de crédito mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena al menos hasta principios de 2012. También se introdujo una operación de financiación a plazo más largo con un vencimiento aproximado de seis meses.

Además, el BCE anunció que reactivaría el programa para los mercados de valores. Este programa se había instituido en mayo de 2010 para apoyar la transmisión de las decisiones de política monetaria ante el comportamiento disfuncional de algunos segmentos de los mercados financieros, con el fin de asegurar la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. No se había efectuado compra alguna en el marco de este programa desde finales de marzo de 2011, pero a partir de agosto se pusieron de manifiesto importantes riesgos relacionados con la posibilidad de que se registrara un comportamiento disfuncional en algunos mercados de deuda pública y de que las tensiones se propagaran a otros mercados. La materialización de estos riesgos habría tenido un efecto considerable sobre el acceso a la financiación en la economía de la zona del euro. Al adoptar la decisión de reanudar las intervenciones al amparo de este programa, el Consejo

Diferenciales de deuda pública

(puntos básicos)



Fuente: Thomson Reuters.

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

de Gobierno tomó nota –entre otros aspectos– del compromiso de los Gobiernos de la zona de cumplir sus objetivos presupuestarios y del anuncio de algunos países en relación con las medidas y las reformas que iban a adoptar en materia de políticas estructurales y fiscales. Las modalidades del programa para los mercados de valores se mantuvieron; las compras de deuda pública por parte del Eurosistema están limitadas estrictamente a los mercados secundarios; los efectos de provisión de liquidez de las compras de bonos llevadas a cabo en virtud de este programa han quedado totalmente esterilizados mediante operaciones específicas de absorción de liquidez; y este programa, como todas las demás medidas de política monetaria no convencionales, es de carácter temporal. A finales de 2011, el saldo vivo de los bonos adquiridos en virtud de este programa que figura en el balance del Eurosistema ascendía a 211,4 mm de euros.

El 15 de septiembre, tras la aparición de tensiones de financiación en dólares, el Consejo de Gobierno anunció tres operaciones de inyección de liquidez en esta divisa con un vencimiento aproximado de tres meses, que abarcarían hasta el final de año, una medida adoptada de forma coordinada con otros importantes bancos centrales. Estas operaciones se llevaron a cabo en forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía.

El 6 de octubre se anunciaron otras dos operaciones de financiación a plazo más largo: una en octubre de 2011 con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011 con un vencimiento aproximado de 13 meses. El Consejo de Gobierno también indicó en octubre que, al menos hasta finales del primer semestre de 2012, se continuarían utilizando las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación. Estas medidas tenían por objeto apoyar la financiación de las entidades de crédito, alentándoles de esta forma a seguir concediendo préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Además, se anunció un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados, que permitiría al Eurosistema comprar bonos garantizados en los mercados primario y secundario, por un importe previsto de 40 mm de euros, entre noviembre de 2011 y octubre de 2012. A finales de 2011, el saldo vivo de los bonos adquiridos en virtud de este programa ascendía a 3,1 mm de euros.

El 30 de noviembre, el BCE anunció una acción coordinada con otros bancos centrales para reforzar su capacidad de proporcionar liquidez al sistema financiero mundial a través de acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*). Además, rebajó 50 puntos básicos el precio de las líneas *swap* temporales en dólares estadounidenses ya existentes. El fin de esta medida era, en última instancia, mitigar los efectos de las tensiones en los mercados financieros sobre la oferta de crédito a hogares y empresas.

El 8 de diciembre, el Consejo de Gobierno anunció medidas adicionales de apoyo al crédito para respaldar el préstamo bancario y la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro. En concreto, se decidió llevar a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años, con la opción de reembolsar de forma anticipada los saldos, después de transcurrido un año. Se aumentó la disponibilidad de activos de garantía al reducir el umbral de calificación crediticia para determinados bonos de titulización de activos y permitir que los BCN aceptaran temporalmente como activos de garantía préstamos al corriente de pago (es decir, préstamos bancarios) que cumplieran criterios de admisión específicos. Además, el coeficiente de reservas se redujo del 2% al 1%. Por último, se dejaron de realizar las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día del periodo de mantenimiento. En la primera operación de financiación a plazo más largo a tres años, realizada el 21 de diciembre de 2011, se proporcionaron 489,2 mm de euros a las entidades de crédito, mientras que en la segunda, llevada a cabo el 29 de febrero de 2012, se adjudicaron 529,5 mm de euros.

Tras un crecimiento del PIB real del 1,8% en 2010, la actividad económica siguió expandiéndose en 2011, pero a un ritmo más lento. La tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real en el primer trimestre de 2011 fue elevada, pero ello se debió en parte a factores especiales como el repunte de la actividad constructora, que había sido reducida como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas que se registraron a finales de 2010. Cuando estos factores especiales dejaron de tener importancia, el crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo de manera notable en el segundo trimestre, reflejando también los efectos negativos derivados del terremoto ocurrido en Japón. En la segunda mitad del año, el crecimiento del PIB real fue muy débil.

La inflación se situó en niveles elevados durante todo el año, con una tasa media del 2,7% en 2011, en comparación con el 1,6% de 2010. En lo que se refiere a la evolución mensual de la inflación interanual medida por el IAPC, la tasa aumentó gradualmente desde el 2,3% de enero, hasta un máximo del 3% de septiembre a noviembre, antes de descender al 2,7% en diciembre, como consecuencia, principalmente, del comportamiento de los precios de la energía y de otras materias primas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguieron estando firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas al 2% a medio plazo.

Tras el crecimiento relativamente reducido de M3 en 2010, que ascendió al 1,7%, el ritmo de expansión monetaria en la zona del euro aumentó paulatinamente en los tres primeros trimestres de 2011, alcanzando el 2,9% en términos interanuales en septiembre de 2011. No obstante, las tensiones en los mercados financieros y las presiones sobre las entidades de crédito para ajustar sus balances, especialmente en relación con los requerimientos de capital, frenaron la dinámica monetaria en el otoño, provocando una desaceleración de M3 hasta una tasa de crecimiento interanual del 1,5% en diciembre.

En 2011, el patrón de crecimiento intermensual de M3 se vio afectado considerablemente por las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central, que forman parte del sector tenedor de dinero. En general, el ritmo subyacente de expansión monetaria fue moderado durante todo el año.

AUMENTO DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EN LA PRIMERA PARTE DE 2011

Si se analizan con más detenimiento las decisiones de política monetaria adoptadas en 2011, se observa que la economía de la zona del euro inició el año con un ritmo de crecimiento subyacente positivo y con unos riesgos prácticamente equilibrados, en un entorno de elevada incertidumbre. Se esperaba que la expansión de la economía mundial respaldara las exportaciones de la zona del euro. Se observaba también que la contribución de la demanda del sector privado al crecimiento era cada vez mayor, a tenor de los favorables niveles de confianza empresarial, del tono acomodaticio de la política monetaria y de las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Estas expectativas también se vieron reflejadas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2011, que indicaban que el crecimiento interanual del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,3% y el 2,1% en 2011 y entre el 0,8% y el 2,8% en 2012.

Al mismo tiempo, había evidencia de presiones al alza sobre la inflación general, debidas sobre todo a los precios de las materias primas, que también podían observarse en las primeras etapas del proceso de producción. Dado el positivo dinamismo del crecimiento subyacente, estas presiones podrían haber provocado efectos de segunda vuelta y presiones inflacionistas de mayor alcance. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2011 preveían que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 2% y el 2,6% en 2011 y entre el 1% y el 2,4% en 2012, lo que suponía un desplazamiento al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas

por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2010, principalmente debido al aumento de los precios de la energía y de los alimentos.

Por consiguiente, el Consejo de Gobierno indicó en marzo que los riesgos para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo eran alcistas, tras haber considerado que los riesgos estaban básicamente equilibrados, pero que era probable que se desplazaran al alza en los dos primeros meses de 2011. En este contexto, el Consejo de Gobierno subrayó que estaba preparado para actuar con firmeza y sin demora para evitar que se materializaran los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Estos riesgos estaban relacionados, en particular, con subidas de los precios de las materias primas mayores de lo previsto, pero también con un aumento mayor de lo esperado de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como resultado de la necesidad de llevar a cabo una consolidación fiscal en los próximos años, así como con presiones internas sobre los precios de la zona del euro mayores de lo esperado, en el contexto de la recuperación en curso de la actividad.

Al confrontar los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario se apreciaba que el ritmo subyacente de la expansión monetaria seguía siendo moderado. Al mismo tiempo, el bajo nivel del crecimiento monetario y crediticio solo había dado lugar hasta entonces a una corrección parcial de los considerables volúmenes de liquidez monetaria acumulados en la economía antes del período de tensiones financieras. Este hecho podía facilitar la acomodación de las presiones inflacionistas que comenzaban a observarse en aquel momento en los mercados de materias primas, como resultado del fuerte crecimiento económico mundial y de la abundante liquidez relacionada con las políticas monetarias expansivas a escala mundial.

A la luz de los riesgos al alza para la estabilidad de precios identificados en el análisis económico, y con el fin de asegurar el anclaje firme de las expectativas de inflación en niveles

compatibles con la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno, en su reunión de 7 de abril de 2011, decidió elevar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE, tras haberlos mantenido invariables en niveles históricamente reducidos durante casi dos años. Se consideró de especial importancia evitar que el aumento de la inflación medida por el IAPC provocara efectos de segunda vuelta y, por lo tanto, generara presiones inflacionistas generalizadas en el medio plazo. Habida cuenta de los bajos tipos de interés a todos los plazos de vencimiento, la orientación de la política monetaria siguió siendo acomodaticia, prestando con ello un apoyo continuado y considerable a la actividad económica y a la creación de empleo.

Si nos adentramos en el segundo trimestre, se preveía un cierto debilitamiento de la actividad económica, tras el fuerte aumento del PIB real en el primer trimestre, aunque se consideraba que aún se mantenía el dinamismo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. La fortaleza observada en el primer trimestre de 2011 dio lugar a una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB real para 2011 en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2011, hasta situarlas en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,3%, pero se mantuvo apenas sin cambios el intervalo para 2012. Las presiones alcistas de los precios de las materias primas sobre la inflación se mantuvieron, también en las etapas iniciales del proceso de producción, lo que se reflejó en una revisión al alza del intervalo relativo a la inflación interanual, medida por el IAPC, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2011, que se situó entre el 2,5% y el 2,7% para 2011, mientras que el intervalo para 2012 se estrechó con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de marzo de 2011, hasta situarse entre el 1,1% y el 2,3%. A pesar de cierta volatilidad a corto plazo, el agregado M3 siguió creciendo durante el segundo trimestre, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado también aumentó

ligeramente durante este período, lo que sugiere que el ritmo de expansión monetaria se estaba recuperando de manera gradual. Al mismo tiempo, la liquidez monetaria siguió siendo holgada, lo que permitía acomodar las presiones inflacionistas de la zona del euro.

A tenor de estos acontecimientos, el Consejo de Gobierno decidió elevar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE en su reunión del 7 de julio de 2011. Además, el Consejo de Gobierno valoró que la política monetaria continuaba siendo acomodaticia, dados los reducidos tipos de interés en todos los plazos de vencimiento.

INTENSIFICACIÓN DE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA A PARTIR DE AGOSTO DE 2011

Las condiciones macroeconómicas de la zona del euro se deterioraron a partir del verano de 2011, observándose en los mercados de deuda pública de la zona del euro un aumento de las tensiones por la preocupación de los participantes en los mercados acerca de varios factores, entre los que se incluían las perspectivas de crecimiento a escala mundial, la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona y lo que de forma general se consideraba una respuesta inadecuada de los Gobiernos a la crisis de la deuda soberana. Los diferenciales de deuda en algunos mercados de deuda soberana de la zona aumentaron hasta niveles que no se habían observado desde 1999. También se vieron afectados otros mercados, sobre todo el mercado monetario.

Este deterioro tuvo un claro efecto negativo sobre las condiciones de financiación y el clima económico, lo que –sumado a la moderación del ritmo de crecimiento a escala mundial y al proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero– atenuó la dinámica de crecimiento en la zona del euro en el cuarto trimestre de 2011 y en los meses posteriores. Como consecuencia, las expectativas de crecimiento del PIB real para 2012 se revisaron paulatinamente a la baja durante el otoño de 2011. Mientras que las proyecciones macroeconómicas elaboradas por

los expertos del BCE de septiembre de 2011 preveían que el crecimiento del PIB real se situaría en un intervalo comprendido entre el 0,4% y el 2,2% en 2012, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2011 situaron el crecimiento en un intervalo mucho más bajo, comprendido entre -0,4% y el 1%. A juicio del Consejo de Gobierno, en un entorno de elevada incertidumbre, existían considerables riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro.

Si bien la inflación se mantenía en niveles elevados en el segundo semestre de 2011, se esperaba que cayera por debajo del 2% en 2012, ya que las presiones sobre costes, salarios y precios en la zona del euro deberían moderarse en un entorno de crecimiento más débil a escala mundial y de la propia zona. Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de diciembre de 2011 preveían que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,5% y el 2,5% en 2012 y entre el 0,8% y el 2,2% en 2013. El intervalo previsto para 2012 era ligeramente más elevado que el de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2011, que indicaban que la inflación se situaría en un intervalo comprendido entre el 1,2% y el 2,2% en 2012. Este desplazamiento al alza es atribuible al encarecimiento de los precios del petróleo en euros y a una mayor contribución de los impuestos indirectos, que compensaron con creces el efecto moderador derivado de una menor actividad. Se consideró que los riesgos para las perspectivas de inflación estaban en general equilibrados.

El aumento de la incertidumbre en los mercados financieros también afectó a la evolución monetaria, observándose un crecimiento más débil de M3 hacia finales de 2011. Este hecho se vio acompañado de señales de una evolución del crédito menos favorable, en particular en lo que respecta al crédito al sector privado no financiero. Dado que los efectos por el lado de la oferta de crédito pueden manifestarse con un

cierto desfase, se justificaba realizar un estrecho seguimiento de la evolución del crédito. En general, el ritmo subyacente de la expansión monetaria y crediticia siguió siendo moderado.

El Consejo de Gobierno decidió reducir 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE en sus reuniones de 3 de noviembre y 8 de diciembre de 2011, ya que se consideraba esencial para asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación de la zona del euro en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas al 2% a medio plazo.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

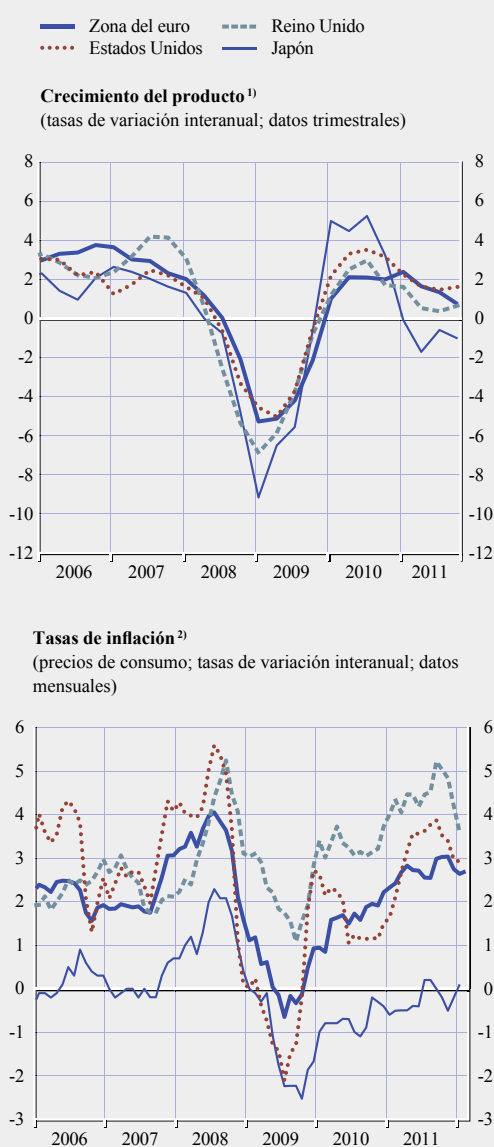
EL RITMO DE CRECIMIENTO MUNDIAL RALENTIZÓ EN 2011

A comienzos de 2011, los indicadores de opinión señalaban que el afianzamiento del ritmo de crecimiento económico mundial observado en el último trimestre de 2010 iba a continuar en el primer trimestre de 2011, situándose el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios en febrero en un máximo desde el inicio de la crisis financiera de 59,4. No obstante, una serie de acontecimientos adversos e imprevistos hicieron que la economía mundial perdiera cierto dinamismo durante el primer semestre de 2011. El gran terremoto del Este de Japón no solo tuvo un impacto directo sobre la actividad económica en este país, sino que también se propagó al resto del mundo a través de las distorsiones que se produjeron en las cadenas de producción mundiales. Además, el incremento de los precios de las materias primas tuvo un efecto moderador sobre las rentas reales en las principales economías avanzadas. La divergencia en los patrones de crecimiento continuó no solo entre las economías avanzadas y las emergentes, sino también entre las propias economías avanzadas. En las economías emergentes, el crecimiento siguió siendo relativamente robusto, aunque se moderó en cierta medida en los últimos meses del año, lo que contribuyó a aliviar las presiones de recalentamiento. En las economías avanzadas, el proceso de saneamiento de los balances tanto del sector público como del sector privado, así como la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda, continuaron limitando el crecimiento (véase gráfico 2). Pese a las diferencias observadas en la evolución de los mercados de trabajo de las distintas economías avanzadas, el desempleo en los países de la OCDE se mantuvo en niveles obstinadamente elevados.

Durante el segundo semestre de 2011, la confianza de las empresas y los consumidores siguió deteriorándose en un entorno de mayor incertidumbre y de crecientes tensiones en los mercados financieros, ante la escalada de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro

y los dilatados debates sobre el techo de la deuda estadounidense. Estos acontecimientos contrarrestaron, en cierta medida, el positivo impulso derivado de la corrección de las distorsiones en las cadenas de producción

Gráfico 2 Indicadores económicos de las principales economías avanzadas



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. Las cifras del PIB están desestacionalizadas.

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

posteriores al terremoto que sufrió Japón en marzo. En general, el ritmo de crecimiento subyacente de la economía mundial experimentó un debilitamiento. No obstante, a finales de año, tanto los datos publicados como los indicadores de opinión mostraban señales incipientes de estabilización de la actividad en la economía mundial.

En consonancia con la evolución de la actividad económica mundial, el repunte del comercio mundial de mercancías en términos reales observado en el último trimestre de 2010 continuó en el primer trimestre de 2011. Las distorsiones en las cadenas de producción mundiales originadas por los desastres naturales que sufrió Japón dieron lugar a una contracción del comercio mundial en el segundo trimestre por primera vez desde mediados de 2009. Si bien la desaceleración afectó a todas las regiones, la caída más pronunciada de las exportaciones se produjo en Japón y en las nuevas economías industrializadas de Asia. Aunque la corrección de las distorsiones en las cadenas de producción favoreció el comercio mundial en el tercer trimestre de 2011, la dinámica del comercio internacional, acorde con la evolución de la actividad mundial, continuó siendo débil en el segundo semestre del año. Las inundaciones en Tailandia también tuvieron un impacto negativo sobre el comercio. Sin embargo, a finales de año, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores sugería cierta estabilización del comercio mundial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, en las economías avanzadas la tasa de inflación interanual aumentó gradualmente a lo largo de 2011 antes de experimentar un ligero descenso en el último trimestre del año. En general, las presiones inflacionistas subyacentes se mantuvieron relativamente contenidas. En los países de la OCDE, la tasa media de inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 2,9% en 2011, frente al 1,9% de 2010. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa media inflación, medida por los precios de consumo, fue del 1,7%, frente al 1,3% observado en 2010. En las economías emergentes, las tasas

de inflación interanual registraron ligeras caídas en el cuarto trimestre de 2011, lo que llevó a algunos bancos centrales a frenar sus ciclos de endurecimiento de la política monetaria. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas subyacentes.

ESTADOS UNIDOS

La economía estadounidense continuó recuperándose en 2011, aunque a un ritmo más lento que en 2010. El PIB real creció un 1,7%, frente al 3% registrado un año antes. El crecimiento en el primer semestre de 2011 fue lento, ya que se vio afectado por el menor nivel de gasto público, tanto a nivel federal como de los Estados, y por los adversos factores transitorios externos mencionados anteriormente. En el segundo semestre del año, la economía cobró impulso al aumentar el consumo privado, a pesar del bajo nivel de confianza de los consumidores y del débil crecimiento de la renta disponible. La inversión no residencial siguió contribuyendo significativamente al crecimiento, respaldada por los sólidos beneficios empresariales y por un entorno de tipos de interés muy bajos. Además, la inversión residencial parece haber comenzado a recuperarse y ha contribuido positivamente al crecimiento del PIB desde el segundo trimestre de 2011. En términos netos, el comercio realizó una pequeña contribución positiva al crecimiento. El déficit por cuenta corriente acumulado en los tres primeros trimestres de 2011 se situó en torno al 3,2% del PIB (casi sin variación con respecto a 2010). Por lo que se refiere al mercado de trabajo, el ritmo de crecimiento del empleo fue insuficiente para recuperar las pérdidas registradas en 2008 y 2009 y reducir de forma notable la tasa de paro, que se situó en promedio en el 8,9% en 2011, frente al 9,6% registrado en 2010.

A pesar de la atonía de los mercados de productos y de trabajo, la inflación general fue elevada en 2011, debido, sobre todo, al aumento del coste de los alimentos y la energía. En 2011, la inflación interanual medida por el IPC se situó en el 3,1%, frente al 1,6% registrado un año antes. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC fue, en promedio, de 1,7%,

frente al 1% del año anterior, revirtiéndose así la tendencia descendente que se inició con la desaceleración económica en 2008.

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales a lo largo de 2011, haciendo referencia a las bajas tasas de utilización de los recursos y a las perspectivas de moderada inflación en el medio plazo. En cuanto a las perspectivas del tipo de interés de los fondos federales, el Comité fue más explícito en su comunicado de agosto de 2011, afirmando que, las condiciones económicas esperadas probablemente justificarían mantener el tipo de interés en niveles excepcionalmente bajos «como mínimo hasta mediados de 2013», cuando anteriormente hacía referencia a «un período prolongado». En junio de 2011, el Comité concluyó un programa de adquisiciones de valores del Tesoro a más largo plazo, por importe de 600 mm de dólares, que había iniciado en noviembre de 2010. En vista del lento crecimiento económico y de la persistente debilidad del mercado de trabajo, el Comité decidió ampliar en septiembre de 2011 el vencimiento medio de sus tenencias de valores con el doble objetivo de reducir la presión sobre los tipos de interés a más largo plazo y de propiciar unas condiciones de financiación generales más acomodaticias.

Por lo que se refiere a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal se redujo ligeramente, hasta el 8,7% del PIB en 2011, con respecto al 9% registrado en el año anterior. Esto dio lugar a un nuevo aumento de la deuda federal en manos del público, hasta el 68% del PIB a finales de 2011 (frente al 63% a finales de 2010). A mediados de 2011, tras el aumento de las tensiones derivadas del desacuerdo político y del riesgo de un impago por parte del Gobierno, se llegó a un acuerdo de los dos partidos para elevar el límite de la deuda estadounidense, siempre que se aprobara un programa de reducción del déficit por un importe aproximado de unos 2,1 billones de dólares en un plazo de diez años. No obstante,

se produjeron grandes desacuerdos entre ambos partidos respecto a las medidas necesarias para lograr esa reducción, lo que aumentó la incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales.

JAPÓN

El patrón de crecimiento de la economía japonesa se vio muy afectado por el terremoto que sufrió el país en marzo y por el subsiguiente desastre nuclear. En las fechas inmediatamente posteriores, la producción y las exportaciones experimentaron un acusado descenso y la demanda interna privada se debilitó considerablemente, lo que dio lugar a una pronunciada caída del PIB real en el primer semestre de 2011. Las restricciones de oferta provocadas por el terremoto se corrigieron más rápidamente de lo previsto inicialmente, lo que se tradujo en un repunte de la actividad económica en el tercer trimestre. Sin embargo, en el último trimestre del año el PIB real se contrajo de nuevo, como consecuencia de un debilitamiento de la demanda mundial y de las distorsiones que las inundaciones de Tailandia crearon en el comercio asiático. La debilidad de las exportaciones, atribuible en parte a la apreciación del yen, sumada al aumento de las importaciones de materias primas tras el terremoto, dio lugar a que, por primera vez desde 1980, la balanza comercial registrase un saldo deficitario en cifras anuales. La economía siguió inmersa en un entorno deflacionista. La inflación medida por el IPC se mantuvo en terreno negativo durante la mayor parte de 2011.

Tras los desastres acaecidos, el Banco de Japón proporcionó inmediatamente liquidez a corto plazo para hacer frente a esta emergencia, amplió su programa de adquisición de activos e introdujo un programa de apoyo al crédito para las instituciones financieras de las zonas afectadas. A lo largo de 2011, el Banco de Japón siguió aplicando una política monetaria acomodaticia, a fin de estimular la economía y hacer frente a la deflación, manteniendo su objetivo relativo a los tipos oficiales entre el 0% y el 0,1%. Además, las autoridades japonesas realizaron intervenciones

esporádicas en los mercados de divisas para impedir una rápida apreciación del yen. Por lo que respecta a la política fiscal, el Gobierno aprobó cuatro presupuestos complementarios por un total de 20,7 billones de yenes (alrededor del 4,4% del PIB) destinados, en gran medida, a respaldar los esfuerzos inmediatos de ayuda y reconstrucción.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, el crecimiento económico experimentó una desaceleración en 2011, tras la expansión excepcionalmente sólida registrada el año anterior. El crecimiento de las exportaciones se redujo significativamente en el segundo semestre del año, en un contexto de moderación del crecimiento mundial. Además, la inquietud respecto a la evolución de las perspectivas mundiales impulsó la volatilidad en los mercados financieros y provocó considerables salidas de capital de la región hacia finales de año. No obstante, la demanda interna, aunque se moderó como consecuencia de la gradual retirada de las políticas de estímulo, continuó siendo robusta. El crecimiento interanual del PIB fue del 7,3%, cifra próxima a la media de largo plazo.

En 2011, las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en la región. Las tasas de inflación aumentaron en los dos primeros trimestres, inicialmente como consecuencia de una subida de los precios de los alimentos y de otras materias primas, aunque esta subida se generalizó posteriormente. Sin embargo, en el tercer trimestre la inflación alcanzó su máximo, al moderarse a partir de entonces tanto la inflación importada como las presiones de la demanda interna. En vista de la moderación de la inflación, y de unas perspectivas de crecimiento menos favorables, en el cuarto trimestre los bancos centrales pusieron fin al ciclo de endurecimiento de la política monetaria que habían iniciado en el segundo semestre de 2010. Sin embargo, aunque las presiones de recalentamiento se atenuaron de forma significativa, a finales de año no habían desaparecido por completo.

Por lo que respecta a la economía china, el crecimiento del PIB real se redujo desde el 10,3% observado en 2010 hasta el 9,2% en 2011. El principal factor determinante del crecimiento fue la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa. La demanda interna se vio estimulada por la situación de holgada liquidez acumulada en los años anteriores. La construcción se sostuvo gracias al programa de viviendas sociales introducido por el Gobierno, cuyo objetivo era proporcionar 36 millones de viviendas nuevas antes del final de 2015. La inflación siguió siendo elevada durante todo el año como consecuencia, principalmente, de los altos precios de las materias primas y de las adversas perturbaciones de oferta que afectaron a los alimentos, pero se moderó hasta el 3,1% hacia finales de año. Debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento, en diciembre de 2011 las autoridades rebajaron en medio punto porcentual el coeficiente de reservas exigido a las entidades de crédito y adoptaron medidas fiscales y monetarias para apoyar a las pequeñas y medianas empresas. El crecimiento de las exportaciones se redujo significativamente en el segundo semestre del año, lastrado, principalmente, por el debilitamiento del crecimiento mundial. El crecimiento de las importaciones aguantó relativamente bien, respaldado por la solidez de la demanda interna. Como resultado, el superávit de la balanza comercial se redujo hasta 155 mm de dólares estadounidenses en 2011, desde los 181 mm de dólares estadounidenses registrados en el año anterior. El renminbi se apreció un 5,5% en términos efectivos nominales en 2011. A finales de año, las reservas internacionales de China ascendían a 3,2 billones de dólares estadounidenses.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica continuó creciendo en el primer semestre de 2011 a un ritmo vigoroso, aunque más lento que en 2010. Para el conjunto de la región, el crecimiento fue del 4,9%, en tasa interanual, en los seis primeros meses de 2011, frente al 6,3% de 2010. El principal factor determinante del menor crecimiento del PIB real fue la

expansión más lenta de la demanda interna, como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria en la mayoría de los países de la región. Esta evolución se compensó, en parte, con una contribución menos negativa de la demanda externa. El consumo privado siguió siendo el principal motor del crecimiento, dado que las condiciones del mercado de trabajo continuaron siendo favorables y que se relajaron los criterios de concesión de créditos. La inversión fue, sin embargo, el componente más dinámico de la demanda interna. Considerando la evolución específica por países, se observa que los países exportadores de materias primas, en particular, siguieron siendo los más dinámicos. El sólido crecimiento económico de la región, sumado al aumento de los precios de los alimentos, dio lugar a una intensificación generalizada de las presiones inflacionistas. La inflación general se situó en el 6,7% en el primer semestre de 2011 (0,3 puntos porcentuales más que en 2010), lo que obligó a varios bancos centrales a elevar sus tipos de interés oficiales durante este período.

En el segundo semestre de 2011, el entorno exterior experimentó un rápido deterioro al recrudecerse las tensiones en los mercados financieros, y las perspectivas de recuperación económica a nivel mundial se revisaron significativamente a la baja. En este contexto, se produjo una notable reversión de los flujos de capital fuera de la región, que se tradujo en fuertes depreciaciones de los tipos de cambio y en un deterioro de los indicadores financieros, como las cotizaciones bursátiles y los diferenciales de la deuda soberana. Esta evolución también dio lugar a un nuevo debilitamiento de la actividad económica en la mayoría de los países de la región, mientras que las presiones inflacionistas se mantuvieron elevadas. Como resultado de la mayor incertidumbre, en la mayoría de los países de la región se interrumpieron las políticas monetarias restrictivas que venían aplicándose. En Brasil, el banco central redujo su tipo de interés oficial en 150 puntos básicos en el segundo semestre de 2011, tras haberlo incrementado en un total de 175 puntos básicos en el primer semestre del año.

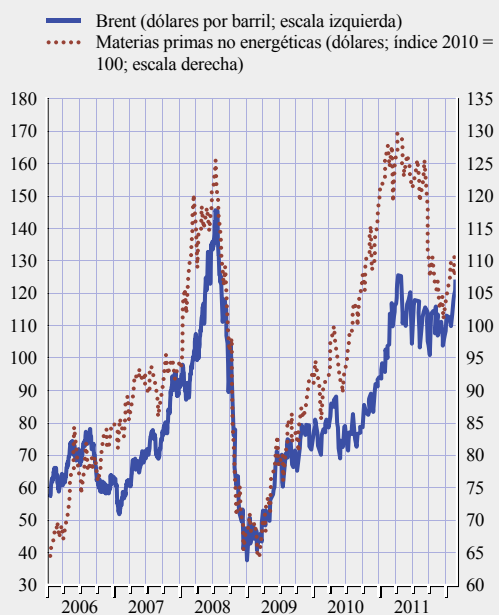
EVOLUCIÓN DISPAR DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN 2011

El precio del Brent se situó, en promedio, en 111 dólares estadounidenses el barril en 2011, es decir, un 38% por encima de la media de 2010, registrando así el mayor incremento de la media anual desde 2005. Tras aumentar de forma acusada hasta un máximo de 126 dólares estadounidenses el barril el 2 de mayo de 2011, los precios del crudo se redujeron hasta situarse en 108 dólares el barril a finales de diciembre de 2011, frente al nivel de 93 dólares el barril observado a comienzos de enero de ese año.

La fuerte tendencia alcista de los precios del petróleo iniciada en septiembre de 2010 continuó hasta comienzos de mayo de 2011, siguiendo una trayectoria muy similar a la observada entre 2007 y mediados de 2008. La subida de los precios se vio favorecida por un repunte de la demanda mundial de petróleo y por las graves distorsiones en la oferta de crudo de Libia registradas en el contexto de las turbulencias políticas que afectaron a esa región. Además, las interrupciones en el suministro de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP, que fueron mayores de lo previsto, intensificaron aún más las tensiones en el balance entre la oferta y la demanda, que persistieron durante la mayor parte del año. Ese fue el motivo principal por el que los precios del petróleo mostraron capacidad de resistencia en el segundo semestre del 2011, a pesar de la desaceleración observada en el crecimiento mundial. Hacia finales de año, la creciente inquietud respecto a una posible y grave perturbación en la oferta de petróleo iraní sostuvo los precios del crudo.

Por el contrario, los precios de las materias primas no energéticas, en particular los de los metales no ferrosos, registraron una notable caída a lo largo de 2011 (véase gráfico 3) debido, principalmente, a la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial y a las condiciones relativamente acomodaticias por el lado de la oferta. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) se

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

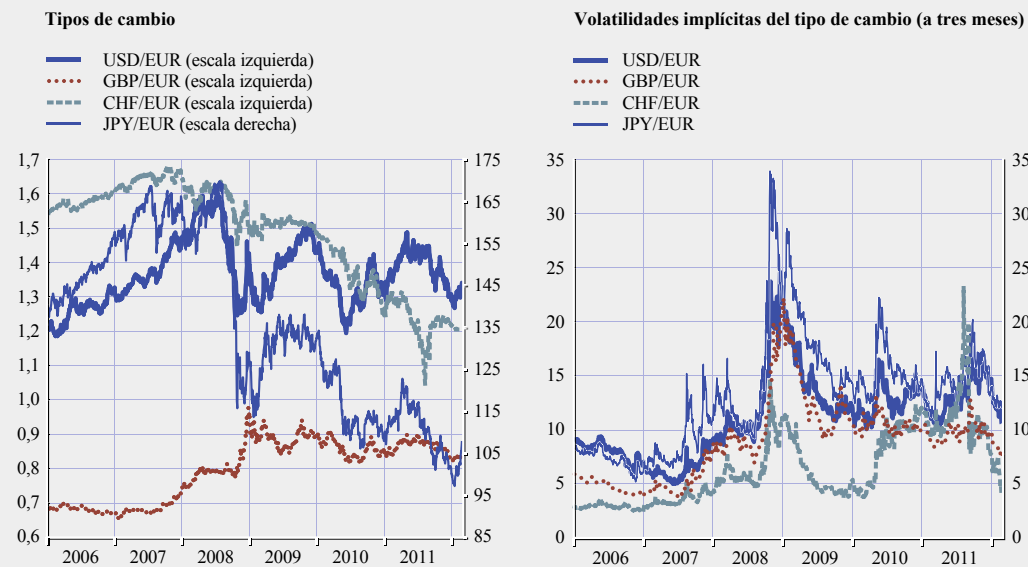
situaban hacia finales de diciembre de 2011 aproximadamente un 15% por debajo del nivel observado a comienzos del año.

EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO DESCENDIÓ DE FORMA MODERADA DURANTE EL AÑO EN UN ENTORNO DE FUERTE VOLATILIDAD

La evolución del tipo de cambio del euro en 2011 reflejó, en gran medida, los cambios en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro y a las perspectivas fiscales de los países que la integran en relación con las de otras grandes economías. Por consiguiente, la moderada depreciación del euro se caracterizó, al igual que en el año anterior, por unos niveles elevados de volatilidad implícita (véase gráfico 4). En el período transcurrido hasta abril de 2011, el euro se apreció en general, pero, a partir de entonces, inició una tendencia descendente que se intensificó a finales del verano. Esta tendencia se frenó en octubre, cuando la moneda única se apreció de forma acusada frente al dólar estadounidense y el yen japonés en un entorno de

Gráfico 4 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.
Nota: La última observación corresponde al 2 de marzo de 2012.

reducción transitoria de la volatilidad. El posterior debilitamiento del euro frente a estas monedas se compensó, en parte, con un fortalecimiento frente a otras monedas, en particular, las de las economías de Europa Central y Oriental. Como resultado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció un 2,2% a lo largo del año (véase gráfico 5). A finales de 2011, el euro cotizaba, en términos efectivos nominales, un 4% por debajo de la media de 2010 y se situaba próximo a la media histórica desde 1999.

Tras apreciarse durante el período transcurrido hasta abril de 2011, el euro se depreció frente al dólar estadounidense en el segundo semestre del año. Esta evolución refleja el cambio en las percepciones de los mercados respecto a las perspectivas de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro y en Estados Unidos, así como las fluctuaciones de los diferenciales de rendimiento entre ambas economías. El 30 de diciembre de 2011, el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, es decir, un 3,2% por debajo del nivel observado a comienzos de 2011 y un 2,4% por debajo de la media de 2010.

El euro también se depreció frente al yen japonés y frente a la libra esterlina a lo largo del año. El 30 de diciembre de 2011, la moneda única cotizaba a 100,20 yenes japoneses, un 7,8% por debajo del nivel observado principios de año y un 13,9% por debajo de la media de 2010, y a 0,86 libras esterlinas, un 3% por debajo del nivel de comienzos de año y un 2,7% por debajo de la media de 2010.

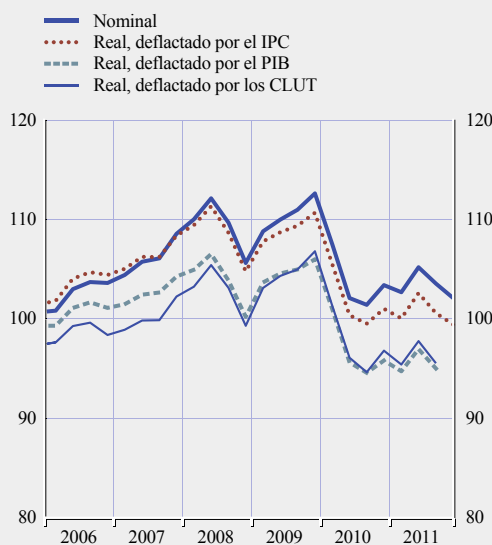
El tipo de cambio del euro frente al franco suizo fluctuó notablemente en 2011, registrando un mínimo histórico en agosto, si bien se apreció, a partir de entonces, hasta principios de septiembre, cuando el Banco Nacional de Suiza anunció unilateralmente un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro. El 30 de diciembre de 2011, el euro cotizaba a 1,22 francos suizos, es decir, un 2,8% por debajo del nivel observado a comienzos de año y un 12% por debajo de la media de 2010.

Con respecto a otras principales monedas, el euro se depreció en 2011 frente al dólar australiano (un 3,1%), el dólar canadiense (un 0,8%) y la corona noruega (un 0,6%), así como frente a las monedas de Asia vinculadas al dólar estadounidense, incluidos el renminbi chino (un 7,5%) y el dólar de Hong Kong (un 3,2%), pero se mantuvo estable frente al won coreano.

Los tipos de cambio efectivos reales del euro, basados en distintos indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes, se apreciaron en el primer semestre de 2011 y, posteriormente, se depreciaron hasta niveles muy próximos a los observados a finales de 2010 (véase gráfico 5). El tipo de cambio efectivo real, deflactado por el IPC, se debilitó en el promedio de 2011 con respecto al año anterior y, a finales de 2011, se situaba en un nivel cercano a la media histórica registrada desde 1999.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-20)¹⁾

(datos trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-20 supone una apreciación del euro. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011 para el tipo de cambio «nominal» y el tipo «real, deflactado por el IPC», y al tercer trimestre de 2011 para el tipo de cambio «real, deflactado por el PIB» y el tipo «real, deflactado por los CLUT». Las siglas CLUT corresponden a los costes laborales unitarios del total de la economía.

2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

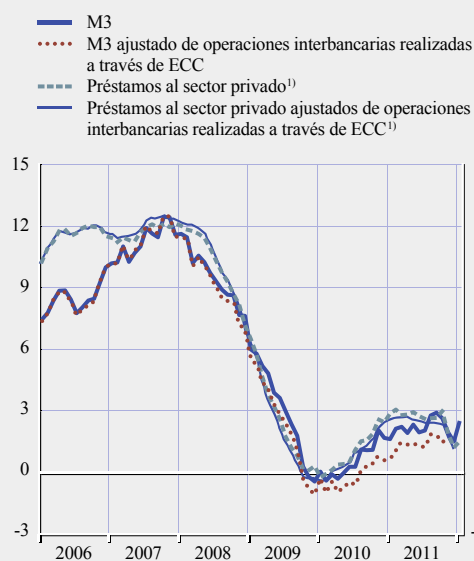
EL CRECIMIENTO MONETARIO CONTINUÓ SIENDO MODERADO

Tras recuperarse de la atonía observada a principios de 2010, el crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo en niveles moderados en 2011. La tasa de crecimiento interanual de M3, que se había situado en el 1,7% en diciembre de 2010, permaneció estable en torno al 2% en el primer semestre de 2011, en consonancia con el crecimiento contenido de la demanda agregada. La intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de la incertidumbre económica que caracterizó la segunda mitad del año propició desplazamientos de cartera, con entradas y salidas de activos monetarios, que se tradujeron en un aumento considerable de la volatilidad a corto plazo de la tasa de crecimiento interanual de M3 (que alcanzó el 2,9% en septiembre de 2011, cayó hasta el 1,5% en diciembre, y se recuperó posteriormente, situándose en el 2,5% en enero de 2012). Las operaciones (principalmente interbancarias) realizadas a través de entidades de contrapartida central (ECC), que forman parte del sector tenedor de dinero, también contribuyeron a agudizar la volatilidad de los datos mensuales de los agregados monetarios y crediticios (véase gráfico 6).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulaciones) también se vio afectada por los citados factores. Por tanto, tras haber fluctuado por encima del 2,5% durante la mayor parte de 2011, descendió notablemente hacia finales del año (1,2% en diciembre, frente al 2,4% de diciembre de 2010). Los datos sobre préstamos correspondientes a enero de 2012 sugieren que los riesgos de un recorte considerable del crédito se redujeron. A este respecto, las medidas no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE a principios de diciembre, en particular las OFPML a tres años, aliviaron las tensiones de financiación de las IFM (véase el recuadro 1, en el que se describen estas medidas). En conjunto, si se analiza más allá de la volatilidad a corto

Gráfico 6 M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

1) Ajustados de ventas y titulaciones.

plazo, la evolución del dinero y del crédito indica que la tasa subyacente de expansión monetaria fue moderada en 2011.

LAS CONSIDERACIONES DE CARTERA FUERON EL PRINCIPAL FACTOR DETERMINANTE DE LA EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE M3

Las consideraciones de cartera relativas a los tipos de interés de los distintos instrumentos contenidos en M3 determinaron la evolución de los principales componentes de este agregado en el primer semestre de 2011. El diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneraban los depósitos a la vista y otros depósitos a corto plazo se amplió en dicho período, lo que indujo al sector tenedor de dinero a dirigir sus fondos hacia otros depósitos a corto plazo. Debido a la intensificación de las tensiones en los mercados financieros y al aumento de la incertidumbre económica, a finales del verano se produjeron desplazamientos de cartera considerables hacia instrumentos de M3, en detrimento de los activos de mayor riesgo. La preferencia mostrada por la liquidez, junto con el hecho de que el diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran

los depósitos a la vista y otros depósitos a corto plazo hubiera dejado de incrementarse en dicho momento (e incluso hubiera disminuido ligeramente), ayuda a explicar por qué la mayoría de estos flujos de entrada en M3 se dirigieron hacia los depósitos a la vista (véanse gráficos 7 y 8).

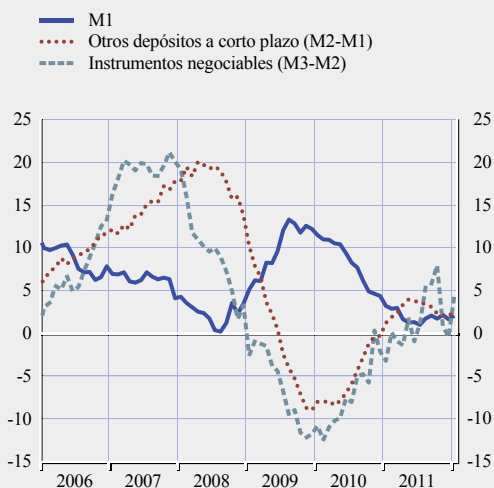
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, que aumentó hasta el -0,5% en diciembre de 2011, frente al -2,3% de diciembre de 2010, mostró un elevado grado de volatilidad a lo largo del año. Esta tasa de crecimiento menos negativa se debió al ligero incremento observado en las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las IFM y al hecho de que una leve reducción en las salidas interanuales de participaciones en fondos del mercado monetario se vio totalmente compensada por las entradas interanuales de volumen similar registradas en cesiones temporales. El elevado nivel de volatilidad intermensual fue atribuible, en gran medida, a los flujos observados en las cesiones temporales. Al igual que en 2010, los flujos de entrada en este instrumento fueron reflejo, sobre todo, del mayor recurso a las operaciones

interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, que tienen la ventaja de reducir el riesgo de contraparte de las entidades de crédito. A efectos de los datos monetarios, estas operaciones constan de dos partes: i) un préstamo de la IFM prestamista a la entidad de contrapartida central, y ii) una cesión temporal entre la IFM prestataria y la entidad de contrapartida central.

Dada la volatilidad inherente a las operaciones interbancarias, el hecho de que las operaciones de préstamos interbancarios con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central se incrementaran durante la crisis financiera (especialmente desde la quiebra de Lehman Brothers) se tradujo en unos niveles de volatilidad más elevados en las series monetarias correspondientes (véanse también a continuación las secciones sobre las tenencias monetarias sectoriales y la evolución de los préstamos). Por tanto, los flujos negativos observados en las cesiones temporales a finales de 2011 en relación con las citadas operaciones –que reflejaron la intensificación de las tensiones asociadas a la deuda soberana en algunos países de la zona del euro y la reducción de los préstamos

Gráfico 7 Principales componentes de M3

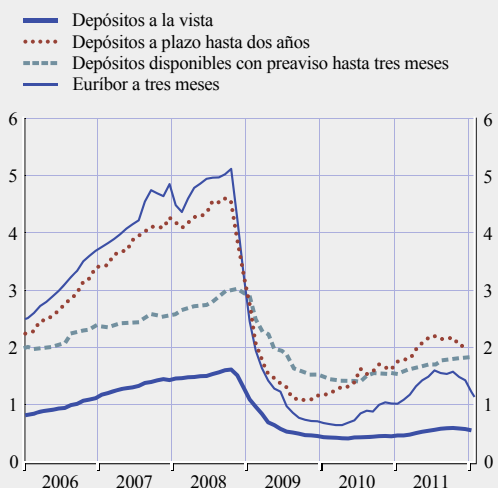
(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 8 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y tipo de interés del mercado monetario

(porcentaje)



Fuente: BCE.

interbancarios por la fuerte correlación existente entre el riesgo soberano y el riesgo bancario— fueron un factor fundamental determinante de la evolución monetaria durante dicho período.

LA VOLATILIDAD DE M3 REFLEJÓ EN GRAN MEDIDA LAS TENENCIAS DE DEPÓSITOS DE LOS OIF

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, disminuyó hasta el 1,1% en diciembre de 2011, frente al 3,1% de diciembre de 2010. Sin embargo, la evolución de los depósitos de M3 estuvo impulsada, en gran medida, por la contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (denominados «otras instituciones financieras» u «OIF»). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los OIF, que había alcanzado el 10,4% en diciembre de 2010, fluctuó entre el 6% y el 12% durante la mayor parte del año, antes de descender y situarse en el 3,4% y el 0,9% en noviembre y diciembre de 2011, respectivamente. Posteriormente se recuperó y se situó en el 5,7% en enero de 2012. Este elevado nivel de volatilidad se debe, principalmente, a las operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central (que forman parte del sector de OIF) y a que, a finales de 2011, los inversores institucionales redujeron sus tenencias de depósitos de M3 como consecuencia de la

intensificación de las tensiones en los mercados financieros y de la mayor preocupación en torno al riesgo bancario. En realidad, las tenencias de dinero de los OIF tienden a mostrar un alto grado de correlación con los precios de los activos (véase el recuadro 2, en el que se analiza el papel que desempeña la evolución monetaria y crediticia en los desequilibrios en los precios de los activos)¹.

En el primer semestre de 2011, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares prosiguió con la modesta recuperación observada a partir de mediados de 2010. Posteriormente, se estabilizó en niveles ligeramente superiores al 2%, antes de descender y situarse en el 1,4% en diciembre de 2011, como consecuencia de un importante flujo de salida mensual. Esta salida se revirtió en enero de 2012 tras la aplicación de las nuevas medidas de política monetaria no convencionales. Los depósitos de los hogares representan la mayor parte de los depósitos de M3 y son los que guardan una relación más estrecha con los precios de consumo. En contraposición a la evolución de los depósitos de M3 de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de las sociedades no financieras descendió en 2011, especialmente en el segundo semestre del año, posiblemente debido a la preferencia por fuentes de financiación interna (más que externa).

¹ Véase también el artículo titulado «La interacción de los intermediarios financieros y su impacto en el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2012.

Recuadro 2

EL DINERO Y EL CRÉDITO COMO INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA DE DESAJUSTES EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS

Los mercados de activos desempeñan un papel cada vez más importante en muchas economías, y las autoridades son mucho más conscientes de que las correcciones y las variaciones significativas en el precio de los activos pueden generar inestabilidad financiera y, en última instancia, macroeconómica. Por tanto, a los bancos centrales les interesa reducir los riesgos para la estabilidad de precios que se derivan de estos cambios. Algunos estudios recientes sugieren que los indicadores monetarios y crediticios pueden ser particularmente útiles para predecir

ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, lo que proporciona un argumento adicional para que los bancos centrales vigilen atentamente estas variables¹.

Detección de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

El diseño de un sistema de alerta temprana de desequilibrios en el precio de los activos puede dividirse en tres etapas. La primera etapa consiste en definir qué se entiende por desajustes en el precio de los activos (por ejemplo, en términos de desviaciones de las tendencias históricas o de sus consecuencias económicas). En la literatura se han utilizado muchos enfoques para definir dichos desajustes, desde métodos puramente estadísticos hasta métodos más basados en modelos². En la práctica, dada la incertidumbre existente en torno a la identificación correcta de dichos episodios en tiempo real, es necesario contrastar los resultados obtenidos de los distintos métodos. La segunda etapa implica seleccionar los indicadores adelantados adecuados y diseñar modelos que vinculen estos indicadores con el período de desajuste. La tercera y última etapa consiste en evaluar la capacidad predictiva de cada indicador a lo largo de un período muestral y/o en un panel de países. La utilidad de un indicador suele evaluarse comparando el número de falsas alarmas con el número de señales correctas que proporciona. En la literatura se han utilizado métodos diferentes (y complementarios) para predecir desajustes en el precio de los activos y dos de ellos han sido aplicados recientemente en los estudios realizados por el BCE. El primero es el método de «señalización», en el que se emite una señal alertando de un ciclo alcista o bajista en un período dado, siempre que el indicador seleccionado traspase un umbral. El segundo es el método de «elección discreta», que emplea técnicas de regresión probit/logit para evaluar la capacidad de un indicador para predecir un ciclo alcista o bajista estimando la probabilidad de que se produzca un episodio de este tipo en un período de tiempo dado. Cuando esta probabilidad supera un determinado umbral se emite una señal de alerta.

El papel del dinero y del crédito como indicadores de alerta temprana

Un aspecto crucial del funcionamiento de los indicadores de alerta temprana es la selección de variables que, de acuerdo con las regularidades históricas, muestren un comportamiento inusual antes de los ciclos alcistas y bajistas. Entre estas variables destaca la evolución del dinero y del crédito, ya que una serie de canales teóricos las relaciona con el precio de los activos y, en última instancia, con los precios de consumo. En primer lugar, el precio de los activos afecta a la demanda de dinero como parte de un problema más amplio de asignación de carteras, en el que el rendimiento de distintos activos influye en las tenencias de dinero. Además, la evolución del crédito podría estar influida por la dinámica del precio de los activos, incluida la generada mediante determinados mecanismos de autorrefuerzo. Por ejemplo, durante períodos alcistas del precio de los activos, la situación patrimonial de las sociedades financieras y no financieras mejora y el valor de los activos de garantía aumenta, lo que permite a las entidades de crédito conceder más crédito para financiar la inversión de las empresas. Las ratios de apalancamiento de estas entidades caen a medida que sube el precio de los activos, por lo que pueden emitir nuevos pasivos³. Los recursos adicionales de las sociedades financieras y no financieras pueden invertirse, parcialmente, en los activos que experimentan incrementos de precios, lo que generaría nuevas subidas. A este respecto,

1 Para más detalles, véase el artículo titulado «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2005.

2 Véase el artículo titulado «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010.

3 Véase T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and leverage», *Staff Reports*, n.º 328, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

el «acelerador financiero» también puede ser relevante. De hecho, las empresas y los hogares pueden ver limitado su endeudamiento debido a la asimetría de la información en los mercados de crédito, y cuanto más reducido sea su patrimonio, más severas serán dichas limitaciones, dado que disponen de menos activos para ofrecer como garantía en los préstamos⁴.

Al mismo tiempo, la causalidad podría actuar también en sentido inverso. Por ejemplo, un aumento de la demanda de activos como consecuencia de posiciones de inversión cada vez más apalancadas podría, en un mundo con fricciones financieras, incrementar el precio de los activos⁵. Además, unos elevados niveles de tenencias de dinero podrían indicar que se están invirtiendo grandes volúmenes de liquidez en instrumentos que, potencialmente, generan mayor rentabilidad, lo que podría alimentar una burbuja una vez que se ha puesto en marcha una tendencia y se ha iniciado un comportamiento gregario. La clave de esta dinámica podría estar en un efecto real de equilibrio de carteras por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones: el exceso de liquidez en sus balances les haría optar por reestructurar sus carteras, elevando la proporción de otros activos. Otra posible relación entre dinero y crédito, por una parte, y el precio de los activos, por otra, es el canal de «asunción de riesgos» de la transmisión monetaria. Aunque los bajos tipos de interés suelen asociarse a un fuerte crecimiento monetario, también se ha descubierto que provocan la relajación de los criterios de concesión de crédito, lo que, a su vez, podría permitir un mayor apalancamiento de la inversión, aumentando posiblemente con ello el precio de los activos.

De hecho, si se consideran las regularidades empíricas, parece que los ciclos alcistas y bajistas de los mercados de activos han estado estrechamente asociados, históricamente, a grandes fluctuaciones en los agregados monetarios y crediticios, especialmente en períodos de i) bajas del precio de los activos, o ii) alzas del precio de los activos que acaban en un período de inestabilidad financiera⁶. Un resultado sólido de algunos estudios recientes es que varias medidas de creación excesiva de crédito son buenos indicadores adelantados de la acumulación de desequilibrios financieros en la economía. También existe evidencia de que el dinero tiene buenas propiedades de indicador de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, ya que es un indicador sintético de los balances de las entidades de crédito⁷.

Predicción de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

En estudios recientes llevados a cabo por expertos del BCE se analiza la aparición de ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos. Un estudio realizado por Alessi y Detken⁸ se basa en el uso de un método de señalización para detectar ciclos alcistas del precio de los activos (con costes elevados), definiéndose estos como períodos alcistas que van seguidos de un período de

4 Véase B. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», *NBER Working Paper Series*, n.º 6455, National Bureau of Economic Research, 1998.

5 Véase F. Allen y D. Gale, «Bubbles and crises», *Economic Journal*, vol. 110, 2000, pp. 236-255.

6 Véanse I. Fisher, *Booms and depressions*, Adelphi, New York, 1932; y C. Kindleberger, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, New York, 1978. En los primeros trabajos de la Escuela Austríaca puede encontrarse información adicional sobre las consecuencias que el crecimiento excesivo del crédito puede tener sobre la creación de burbujas.

7 Véanse «Lessons for monetary policy from asset price fluctuations», capítulo 3, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, octubre de 2009; C. Detken y F. Smets, «Asset price booms and monetary policy», en H. Siebert (ed.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlín, 2004; R. Adalid y C. Detken, «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», *Working Paper Series*, n.º 732, BCE, 2007; C. Borio y P. Lowe, «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», *BIS Working Papers*, n.º 114, BPI, Basilea, julio de 2002; y T. Helbling y M. Terrones, «When bubbles burst», capítulo 2, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, abril de 2003.

8 Véase L. Alessi y C. Detken, «'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *Working Paper Series*, n.º 1039, BCE, 2009.

tres años en el que el crecimiento del PIB real es menor que el crecimiento potencial en al menos 3 puntos porcentuales. Los resultados revelan que la brecha del crédito privado y la brecha de M1, ambas a nivel mundial, son los mejores indicadores de alerta temprana de dichos episodios.

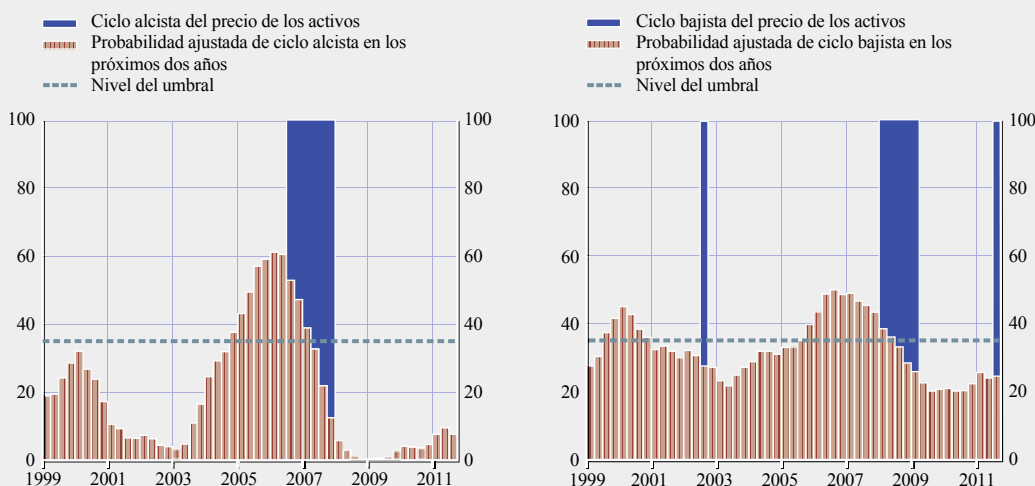
Otros dos estudios, realizados por Gerdesmeier, Reimers y Roffia, utilizan modelos probit, que estiman la probabilidad de que se produzca un ciclo alcista o bajista del precio de los activos en los dos años siguientes⁹. Un ciclo alcista (bajista) se produce cuando un indicador sintético del precio de los activos (calculado como media ponderada de los índices de los precios de las acciones y de la vivienda) aumenta (desciende) por encima (debajo) de un umbral específico. Se atribuye entonces un valor de uno a la variable binaria de ciclo alcista/bajista, si se produce un ciclo alcista/bajista en los ocho trimestres siguientes. Se contrastan las ecuaciones probit para un panel de 17 países de la OCDE. La especificación final de los ciclos alcistas incorpora tanto las brechas de crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda, como la ratio inversión/PIB, así como los cambios en los mercados de valores y en el PIB real (en el caso de los ciclos bajistas, las dos últimas variables se sustituyen por las variaciones de los tipos de interés nominales a largo plazo).

Estos resultados pueden ser utilizados para evaluar la posible aparición de ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos de la zona del euro. En primer lugar, la evolución reciente de la brecha mundial de crédito, del crecimiento de las brechas internas de crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda, y de la ratio inversión/PIB no parece proporcionar ningún indicio especial de que se aproxime un ciclo alcista o bajista en la zona del euro. En segundo lugar, los modelos probit de ciclos alcistas y bajistas se estiman utilizando los datos más recientes disponibles y se calcula la probabilidad ajustada (véase gráfico A). Los resultados indican que la probabilidad de que se produzca próximamente un ciclo bajista experimentó un aumento

9 Véanse D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers y B. Roffia, «Asset price misalignments and the role of money and credit», *International Finance*, vol. 13, 2010, pp. 377-407; y D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers y B. Roffia, «Early warning indicators for asset price booms», *Review of Economics & Finance*, vol. 3, 2011, pp. 1-20.

Gráfico A Probabilidad de un ciclo alcista o bajista del precio de los activos en la zona del euro en los próximos dos años

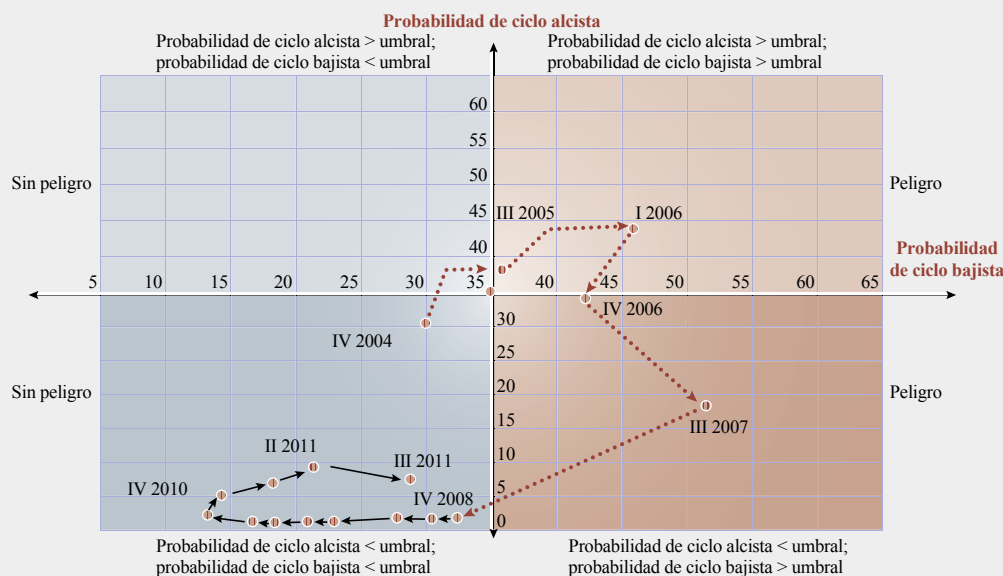
(porcentaje)



Fuente: BCE (véanse los artículos citados en la nota 9 a pie de página).

Gráfico B Evaluación del riesgo de ciclos alcistas y bajistas en la zona del euro

(porcentaje)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Nota: El cálculo se realizó para cada trimestre en tiempo real en el período para el que se utilizan flechas negras, pero solo para algunos trimestres (en tiempo pseudo real) en el período para el que se utilizan flechas rojas discontinuas.

adicional y se situó en el 28% en el tercer trimestre de 2011, aunque se mantuvo por debajo del umbral del 35%. Al mismo tiempo, la probabilidad de que se produzca próximamente un ciclo alcista se mantiene bastante baja (en torno al 10%).

Esta información cuantitativa se representa también en el gráfico B. Los ejes verticales y horizontales indican las probabilidades de ciclos alcistas y bajistas, respectivamente, y el origen representa el umbral del 35%. Los cuatro cuadrantes representan las distintas combinaciones posibles en términos de las probabilidades de ciclos alcistas y bajistas. La evolución actual continúa situando a la zona del euro en el cuadrante inferior izquierdo, que se caracteriza por la probabilidad de que se produzca un ciclo alcista o bajista en los próximos dos años por debajo de los umbrales respectivos. Sin embargo, parece que la probabilidad de un ciclo bajista ha aumentando en los últimos trimestres, acercándose así a la situación que se muestra en el cuadrante inferior derecho.

Evaluación general

En conjunto, los estudios realizados recientemente en el BCE muestran que es posible identificar indicadores de alerta temprana bastante satisfactorios para los distintos países y grupos de países. También confirman implícitamente que el apalancamiento es uno de los principales indicadores para predecir los ciclos alcistas y bajistas, con costes elevados, del precio de los activos. Las señales obtenidas de los citados indicadores deberían considerarse solo como un elemento más del conjunto de información utilizado por las autoridades para evaluar los riesgos para la estabilidad macroeconómica y sus posibles consecuencias en relación con los riesgos para la estabilidad de precios.

LA TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO DISMINUYÓ

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro descendió hasta el 1,4% en diciembre de 2011, frente al 3,4% de diciembre de 2010 (véase gráfico 9). Esta evolución fue consecuencia de la acusada contracción de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas y de la moderada disminución de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado. La contracción de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas fue atribuible a la evolución de los préstamos, cuya tasa de crecimiento interanual descendió paulatinamente durante la mayor parte de 2011, y se situó claramente en territorio negativo en el cuarto trimestre del año, principalmente como consecuencia de un considerable efecto de base

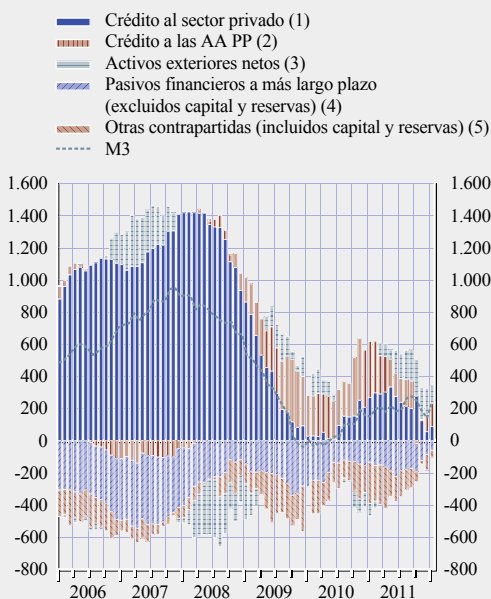
(relacionado con la transferencia de activos a una estructura de «banco malo» en octubre de 2010)². Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones terminó el año ligeramente por encima de la observada a finales de 2010, a causa de los flujos positivos registrados en el segundo semestre del año. Sin embargo, estos flujos de entrada se debieron casi íntegramente a adquisiciones de deuda pública llevadas a cabo en el marco del programa para los mercados de valores. En cambio, la exposición a estos valores por parte de las IFM distintas del Eurosistema se mantuvo prácticamente sin variación.

El perfil de crecimiento del crédito al sector privado refleja el de los préstamos, que es el principal componente de este agregado. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual (que fue del 0,4% en diciembre de 2011, frente al 1,6% de diciembre de 2010), se mantuvo ligeramente por debajo de la de los préstamos al sector privado, como consecuencia del negativo crecimiento interanual de las tenencias en poder de IFM de: i) valores distintos de acciones del sector privado, y ii) acciones y otras participaciones. Es probable que la contracción observada en las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM se haya debido al desapalancamiento de las IFM de la zona del euro mediante la reducción de sus tenencias de activos de mayor riesgo, así como al bajo nivel de operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) descendió notablemente hacia el final de 2011 (1,2% en diciembre, frente al 2,4% de diciembre de 2010), después de haberse situado por encima del 2,5% durante la mayor parte del año (véase gráfico 6). Este perfil está en consonancia con la actividad económica y con la evolución de los mercados financieros en 2011, aunque la disminución –que se produjo íntegramente en

Gráfico 9 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

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

los dos últimos meses del año, sobre todo en diciembre— se concentró particularmente en los préstamos a las sociedades no financieras. No obstante, el flujo de préstamos al sector privado no financiero (es decir, hogares y sociedades no financieras) continuó siendo el principal impulsor de los flujos interanuales de préstamos al sector privado. Los préstamos a OIF en porcentaje del total de préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un avance adicional en 2011. Como en el año anterior, este resultado fue reflejo, principalmente, de la mayor preferencia de las IFM por las operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central. Al igual que en el caso de los agregados monetarios, la volatilidad inherente a este tipo de operaciones se tradujo en unos niveles más elevados de volatilidad tanto de los préstamos a OIF como, teniendo en cuenta la proporción de estos préstamos en cada serie individual, de otros agregados crediticios.

En cuanto a los préstamos al sector privado no financiero, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones), que fue del 3,1% en diciembre de 2010, permaneció casi sin variación en el primer semestre de 2011 y fue descendiendo progresivamente en la segunda mitad del año, situándose en el 1,9% en diciembre de 2011. Esta evolución estuvo básicamente en línea con el debilitamiento de la actividad económica y con el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, aunque también desempeñaron un papel importante los factores de oferta (para más información sobre los préstamos a hogares, véase la sección sobre el endeudamiento de los hogares que figura más adelante en este capítulo). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) fue del 1,2% al cierre de 2011, frente al 1% de diciembre de 2010. Sin embargo, estos datos enmascaran un perfil de crecimiento ligeramente en forma de U invertida, marcando el descenso hacia finales del año, como consecuencia de las notables amortizaciones netas mensuales registradas en noviembre y, especialmente,

en diciembre. El debilitamiento del entorno económico y el deterioro de las expectativas de las empresas fueron los principales factores determinantes del nivel relativamente modesto de endeudamiento empresarial en 2011. Sin embargo, también pueden haber influido otros factores. Por lo que respecta a la demanda, el endeudamiento de las empresas siguió siendo relativamente elevado en términos históricos. Para intentar controlar sus niveles de deuda, las empresas se habrían mostrado reacias a contraer préstamos adicionales, optando en su lugar por hacer un mayor uso de los fondos disponibles internamente, tal como corrobora la evolución de las tenencias de depósitos de M3 por parte de las sociedades no financieras. Por el lado de la oferta, las tensiones de financiación a las que se enfrentaron las entidades de crédito de la zona del euro se acentuaron sustancialmente en el segundo semestre de 2011 y se agudizaron en los dos últimos meses del año, como consecuencia de la intensificación de la crisis de la deuda soberana, así como del aumento en las estimaciones de las necesidades de capital de las citadas entidades. En general, aunque se observó un cierto grado de disparidad entre países, los datos correspondientes a enero de 2012 mostraban el cese de las considerables amortizaciones netas de préstamos registradas en diciembre de 2011.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero se redujo hasta el 1,6% en diciembre de 2011, frente al 3,1% al cierre de 2010, tras haber seguido un patrón similar al de los préstamos al sector privado durante el año. La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo fue relativamente limitada y disminuyó a finales de 2011, siendo reflejo de las tensiones de financiación a las que se enfrentaban las entidades de crédito de la zona del euro.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro se incrementó en 162 mm de euros en 2011, tras haber experimentado un descenso de 85 mm de euros en 2010. La mayor parte del aumento

se produjo en el primer semestre del año, en el que los activos registraron flujos positivos y los pasivos, salidas menores. En el segundo semestre del año, las IFM redujeron sus pasivos exteriores a un ritmo más acelerado, lo cual quedó compensado por una contracción similar de los activos exteriores que reflejó, en parte, la retirada de depósitos de no residentes, así

como el desplazamiento de fondos hacia fuera de la zona del euro por parte de los inversores institucionales. En 2011, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro desempeñó un papel fundamental como contrapartida de los cambios registrados en M3, especialmente en la segunda mitad del año (para más detalles, véase el recuadro 3).

Recuadro 3

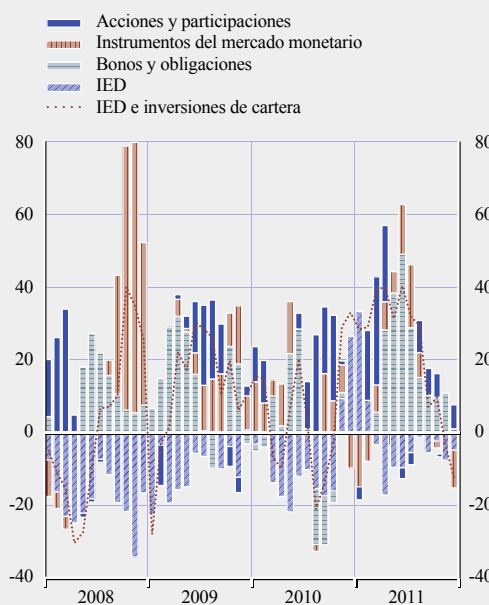
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA ZONA DEL EURO

Las entradas netas en la cuenta financiera de la zona del euro aumentaron en el período de doce meses transcurrido hasta diciembre de 2011. El principal factor determinante de este aumento fueron las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera, que se incrementaron hasta los 223,7 mm de euros, frente a los 98,1 mm contabilizados un año antes, como consecuencia de unas entradas netas más elevadas de inversiones de cartera, que solo se vieron contrarrestadas en parte por unas salidas netas algo más elevadas de inversión exterior directa. Al mismo tiempo, crecieron las salidas netas de la partida «otras inversiones».

La evolución trimestral de las inversiones de cartera fue relativamente volátil, observándose cambios acusados en el clima de los mercados y en el comportamiento de los inversores. Concretamente, las entradas netas de inversiones de cartera aumentaron considerablemente en el primer semestre de 2011. En el primer trimestre, este aumento se debió, principalmente, al mayor volumen de compras de valores de renta variable realizadas por inversores privados y a la caída de las inversiones en valores de renta variable extranjeros llevadas a cabo por los inversores de la zona del euro. Las entradas netas de valores distintos de acciones se mantuvieron estables. Por el contrario, en el segundo trimestre de 2011 el incremento de las entradas netas de inversiones de cartera fue resultado, fundamentalmente, de las significativas compras de valores distintos de acciones de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros y, aunque en menor medida, de una moderación de las inversiones de la zona del euro en valores distintos de acciones extranjeros (véase gráfico). La demanda exterior de valores

Principales partidas de la cuenta financiera

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



Fuente: BCE.

Notas: IED significa inversión exterior directa. La última observación corresponde a diciembre de 2011.

distintos de acciones emitidos por los sectores distintos de IFM de algunos países de la zona del euro fue relativamente sólida, lo que parece reflejar la existencia de flujos hacia valores refugio en un entorno de caída de las expectativas de crecimiento a escala mundial. Al mismo tiempo, los inversores extranjeros vendieron valores de renta variable de la zona del euro. Tomados en su conjunto, estos hechos parecen indicar que los inversores extranjeros reajustaron sus carteras reduciendo las exposiciones a los valores de renta variable y aumentando la inversión en valores distintos de acciones muy líquidos y con una elevada calificación crediticia. Además, dado que un porcentaje importante de estas entradas de inversiones de cartera en la zona del euro reflejan transacciones en las que participa el sector no IFM, estas entradas contribuyeron positivamente a la liquidez disponible en la zona, como puede observarse en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM¹.

Si se considera el segundo semestre de 2011, las entradas netas de valores distintos de acciones se redujeron sustancialmente en el tercer trimestre y pasaron a ser salidas netas en el cuarto trimestre, mientras que se registraron entradas netas de valores de renta variable. Se observó una desinversión recíproca en inversiones de cartera, en virtud de la cual los inversores extranjeros pasaron a ser vendedores netos de valores de la zona del euro y los inversores de la zona vendedores netos de valores extranjeros. El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros y la intensificación de la incertidumbre en torno a la crisis de la deuda soberana, hicieron aumentar el nivel de aversión al riesgo. A su vez, esto último parece haber generado entre los inversores un sesgo hacia los valores nacionales y un desplazamiento hacia activos más seguros. Entre los inversores de la zona del euro, el sector IFM incrementó sus ventas netas de valores extranjeros, lo que es coherente con las medidas en curso para reestructurar los balances. También cabe la posibilidad de que el aumento de las ventas netas haya sido la manera de movilizar fondos, en un contexto de ventas netas de valores emitidos por las IFM de la zona del euro por parte de los inversores extranjeros. Estas ventas fueron especialmente acusadas en el caso de los valores distintos de acciones, tanto bonos como instrumentos del mercado monetario, lo que indica una inversión de los patrones anteriores de la inversión extranjera.

1 En la medida en que se liquidan a través de entidades de crédito residentes, las operaciones llevadas a cabo por el sector tenedor de dinero afectan a los activos y pasivos exteriores del sector bancario, que es una de las contrapartidas de M3. El sector tenedor de dinero incluye hogares, sociedades no financieras, intermediarios financieros no monetarios y las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central. Para más información sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos, véase L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, «The monetary presentation of the euro area balance of payments», *Occasional Paper Series*, n.º 96, BCE, septiembre de 2008. Véase también el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

LAS CONDICIONES DEL MERCADO MONETARIO SE VIERON AFECTADAS POR EL RECRUDECIMIENTO DE LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO

En el primer semestre de 2011, las condiciones de los mercados monetarios de la zona del euro mejoraron temporalmente, lo que se tradujo en una disminución progresiva del exceso de liquidez (medido por los volúmenes depositados en el Eurosistema). Sin embargo, esta fase fue seguida de un acusado deterioro en el segundo semestre del año, provocado por la intensificación de la crisis de la deuda

soberana. El recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda pública de algunos países de la zona del euro en agosto de 2011 generó un aumento de los riesgos de liquidez y de crédito percibidos, con efectos negativos en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Con el fin de corregir el mal funcionamiento de los mercados de valores y de restablecer una transmisión adecuada de la política monetaria, el Eurosistema reactivó su programa para los mercados de valores y amplió su conjunto de medidas no convencionales. En el recuadro 1 se describen las medidas no

convencionales aplicadas en 2011, que fueron fundamentales para limitar el contagio a los tipos de interés del mercado monetario. En el recuadro 4 se muestra que, cuando se deteriora el funcionamiento del mercado monetario, la

acomodación de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito por parte del Eurosistema tiene su reflejo en la acumulación de elevados saldos de los BCN en el sistema de pagos TARGET2.

Recuadro 4

SALDOS EN TARGET2 DEL EUROSISTEMA EN UN CONTEXTO DE DETERIORO DE LOS MERCADOS MONETARIOS

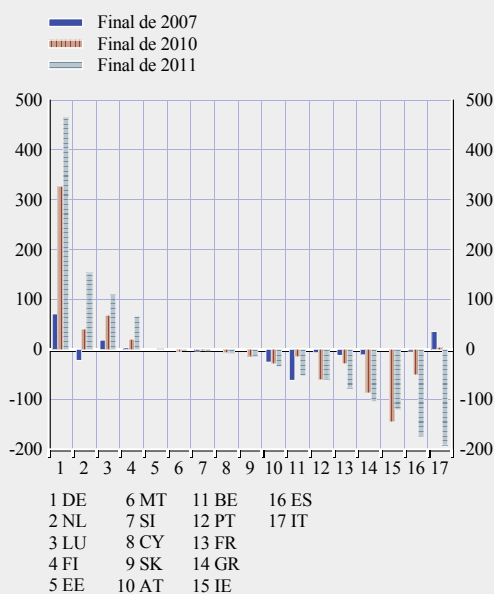
Cuando una entidad de crédito realiza un pago a un banco de otro país a través del sistema de pagos TARGET2¹, la operación se liquida en dinero de banco central, lo que modifica los saldos de las cuentas corrientes mantenidas por estas entidades en sus respectivos bancos centrales. Por tanto, la liquidación de estos pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro a través de TARGET2 genera saldos intra-Eurosistema. Estos saldos se agregan automáticamente y, al final del día, se compensan en todo el Eurosistema, lo que da lugar a que cada banco central nacional (BCN) mantenga un único saldo neto bilateral frente al BCE. En consecuencia, algunos BCN tienen una posición acreedora y otros una posición deudora en TARGET2 frente al BCE.

Antes de la crisis financiera y de la deuda soberana, las posiciones acreedoras y deudoras en TARGET2 fueron relativamente estables, ya que los flujos de pagos transfronterizos tendían a estar bastante equilibrados en los países de la zona del euro. El sistema bancario de un país podía compensar los flujos de salida de pagos asociados a las importaciones netas de bienes y servicios, o a la adquisición de activos de otros países de la zona del euro, con los flujos recibidos, especialmente a través de la financiación obtenida en el mercado interbancario transfronterizo.

La posición deudora de algunos BCN en TARGET2 ha aumentado considerablemente con la crisis (véase gráfico A), ya que sus sistemas bancarios han registrado salidas de pagos en euros que no se han visto compensadas con entradas de pagos en esta moneda, ni siquiera teniendo en cuenta los flujos de entrada de dinero público (incluidos préstamos UE-FMI, que al final terminan en los sistemas

Gráfico A Saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCN.

¹ TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema (véase sección 2 del capítulo 2). Permite a los bancos comerciales de Europa realizar sus operaciones de pago en una plataforma compartida y se utiliza para liquidar las operaciones en euros con los bancos centrales de la zona del euro.

bancarios). Este ha sido el caso de Irlanda, Grecia y Portugal, y, más recientemente, también de otros países. El acceso al mercado monetario interbancario se ha deteriorado gravemente y los préstamos transfronterizos a algunos sistemas bancarios se han paralizado, al tiempo que hay que reembolsar los préstamos recibidos anteriormente. Además, las tensiones de financiación de las entidades bancarias se han acentuado en algunos países por las retiradas de depósitos minoristas por parte del sector privado.

Sin embargo, el dinero que puede utilizar una entidad de crédito para efectuar un pago debe ser compensado por un flujo en sentido contrario. En un contexto de deterioro de los mercados monetarios interbancarios y de la consiguiente introducción de medidas de política monetaria no convencionales por parte del BCE, la compensación procede

de la liquidez proporcionada por el banco central: una entidad puede recibir liquidez de su banco central siempre que posea los activos de garantía adecuados. Esto se ha traducido en un aumento extraordinario de las inyecciones de liquidez por parte del Eurosistema durante la crisis (véase gráfico B). El desequilibrio de los flujos de pagos transfronterizos implica que los sistemas bancarios de algunos países necesitan más liquidez del banco central que los que reciben flujos de entrada de fondos de los bancos comerciales. En consecuencia, la distribución de la liquidez inyectada en el Eurosistema es desigual: algunos BCN proporcionan más liquidez que otros en términos netos (en relación con el tamaño de los sistemas bancarios de su país). Los BCN que proporcionan más liquidez en términos netos son también, por tanto, aquellos que tienen una posición deudora en TARGET2 frente al BCE. A la inversa, los BCN que suministran menos liquidez en términos netos son también aquellos que tienen una posición acreedora frente al BCE (véase gráfico C): sus sistemas bancarios tienen flujos netos de entrada de pagos procedentes de otros países de la zona del euro. La inyección de liquidez del banco central a estos sistemas bancarios no está limitada; una posición acreedora en TARGET2 es, más bien, un signo de amplia disponibilidad de liquidez de las entidades en estos sistemas bancarios.

El gran incremento de la posición deudora en TARGET2 de los BCN de algunos países durante la crisis financiera es, por tanto, un reflejo de las tensiones de financiación experimentadas en los sistemas bancarios de dichos países y de la acomodación de las necesidades de liquidez resultantes por parte del Eurosistema. De este modo, el elevadísimo nivel de flujos netos de pagos transfronterizos responde al extraordinario respaldo prestado por el Eurosistema para garantizar la eficacia de la política monetaria única. Un aspecto fundamental de las medidas no convencionales aplicadas por el Eurosistema ha sido garantizar que las entidades de crédito solventes no vean limitada la liquidez necesaria para su financiación (véase recuadro 1), lo que contribuye a la transmisión eficaz de la política monetaria al conjunto de la economía de la zona del euro y, por ende, a mantener la estabilidad de precios en la zona en el medio plazo.

Gráfico B Provisión de liquidez en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a entidades de contrapartida de la zona del euro

(mm de euros; datos a fin de mes)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al final de diciembre de 2011.

Gráfico C Balances simplificados de los BCN con saldos negativos, positivos y neutros en TARGET2

BCN con saldo negativo en TARGET2		BCN con saldo positivo en TARGET2		BCN con saldo neutro en TARGET2	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Operaciones de crédito	Billetes	Operaciones de crédito	Billetes	Operaciones de crédito	Billetes
	CC y depósitos		CC y depósitos		CC y depósitos
Otros (incluidos activos financieros)	Posición deudora en TARGET2	Posición acreedora en TARGET2	Otros	Otros (incluidos activos financieros)	Otros
	Otros	Otros (incluidos activos financieros)			Otros

Fuente: BCE.

Notas: Se trata de representaciones simplificadas de los balances de los BCN y no reflejan datos reales.

En el activo, la categoría «Otros» incluye, en particular, activos financieros, reservas de oro y posibles activos intra-Eurosistema asociados a un volumen de emisión de billetes proporcionalmente inferior a lo que correspondería por la participación de los BCN en el capital del BCE.

En el pasivo, «Billetes» incluye billetes en circulación (en proporción a la participación de los BCN en el capital del BCE). La categoría «CC y depósitos» incluye las tenencias de liquidez de las entidades de crédito en cuentas corrientes (CC) en su BCN respectivo, básicamente con el fin de cumplir con las exigencias de reservas mínimas, así como sus depósitos en la facilidad de depósito y la liquidez mantenida en forma de depósitos a plazo fijo. La categoría «Otros» incluye capital y reservas, provisiones y cuentas de revalorización, y otros pasivos (incluidos pasivos con residentes en la zona del euro como depósitos de las Administraciones Públicas, y pasivos intra-Eurosistema relacionados con una emisión de billetes proporcionalmente superior a lo que correspondería por la participación de los BCN en el capital de BCE, que solo es considerable en el panel central).

En la Unión Monetaria, el riesgo al que se enfrentan los bancos centrales del Eurosistema (es decir, el BCE y los BCN de la zona del euro) está relacionado con la propia ejecución de las operaciones de política monetaria, y no con los correspondientes saldos en TARGET2. Un banco central siempre afronta un riesgo de contraparte al aplicar la política monetaria. Sin embargo, este riesgo se mitiga mediante un sistema de gestión de riesgos que, en el caso de la provisión de liquidez a las entidades de crédito por parte del banco central, incluye la exigencia de activos de garantía adecuados, valorados a precios de mercado y sujetos a recortes. Además de pignorar activos de garantía, los bancos son plenamente responsables de la financiación recibida del Eurosistema (véase la sección 1 del capítulo 2). El riesgo residual que puede generarse pese a la aplicación de medidas de mitigación de riesgos se distribuye, por norma general, entre los BCN de la zona del euro en función de sus respectivas participaciones en el capital del BCE, y no está relacionado con las posiciones de cada banco central en TARGET2.

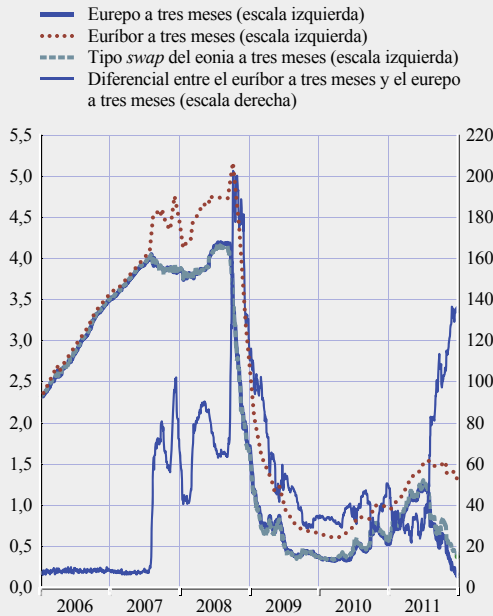
Todos los bancos centrales del Eurosistema publican periódicamente en sus balances sus posiciones acreedoras y deudoras en TARGET2. Por lo que respecta a la publicación del balance consolidado del Eurosistema, los saldos intra-Eurosistema (como los relacionados con TARGET2) no se reflejan, ya que su suma es cero. Sin embargo, las sumas de los pasivos y de los activos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro se documentan en la sección 6.2 de las «Notas al balance».

En el gráfico 10 se presenta la evolución de un tipo de interés sin garantías (el euríbor a tres meses) y de los tipos con garantías (el eurepo a tres meses y el tipo *swap* del eonia a tres meses) en 2011. Todos los tipos de interés del mercado monetario aumentaron de forma constante en el primer semestre del año. Cuando las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona

del euro se recrudecieron en la segunda mitad de 2011, el diferencial entre los tipos del mercado monetario con garantías y sin garantías volvió a ampliarse significativamente. Es muy probable que esta evolución respondiera al incremento del riesgo de contraparte y al hecho de que la actividad en los plazos más largos de los mercados monetarios continuara siendo limitada.

Gráfico 10 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

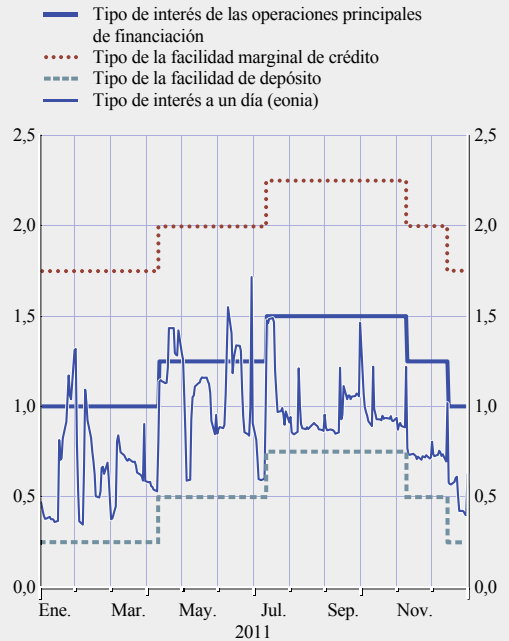
(porcentaje; diferencial en puntos básicos; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Si se consideran los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario, se observa que la evolución del eonia en 2011 reflejó, en gran medida, el hecho de que el Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro desde octubre de 2008. En abril y julio, el Consejo de Gobierno del BCE aumentó los tipos de interés oficiales del BCE en un total de 50 puntos básicos. En el primer semestre del año, conforme el exceso de liquidez disminuía, el eonia se acercó al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, aunque mostró cierta volatilidad (véase gráfico 11). Como ocurrió en el segundo semestre de 2010, al reducirse el exceso de liquidez, el eonia tendió a seguir un patrón más pronunciado durante cada período de mantenimiento, situándose en niveles más elevados al inicio del período, antes de descender gradualmente hacia el final. En general, este patrón es atribuible a la preferencia de las entidades de crédito por cumplir las

exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento, un comportamiento que se ha observado desde que se iniciaran las turbulencias en agosto de 2007.

En el segundo semestre del año, dado que la reintensificación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro llevó a las entidades de crédito a demandar nuevamente elevados volúmenes de liquidez, el eonia se mantuvo bastante por debajo del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación y de las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema y próximo al tipo de la facilidad de depósito. El Consejo de Gobierno decidió recortar los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos en noviembre y, de nuevo, en diciembre. Durante 2011 se observaron repuntes ocasionales del eonia al final de los períodos de mantenimiento y de los períodos de gestión de la liquidez (es decir, al final del año).

LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO TUVIERON QUE HACER FRENTE A CRECIENTES TENSIONES EN 2011

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA registró un descenso generalizado en 2011, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, pasando de aproximadamente un 3,3%, en ambas regiones a principios de enero, al 2% en Estados Unidos y al 2,6% en la zona del euro, a finales de diciembre (véase gráfico 12).

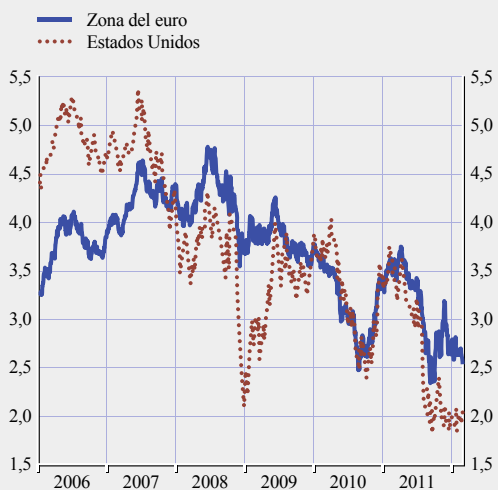
El rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos evolucionó de forma paralela en los tres primeros trimestres de 2011, manteniendo la tendencia que se inició hacia mediados de 2010. No obstante, durante el resto del año, siguió por lo general sendas divergentes en las dos regiones, principalmente porque en la zona del euro reflejó las rápidas oscilaciones del clima de los mercados que, a su vez, fueron consecuencia, sobre todo, de la evolución de la crisis de la deuda soberana.

Con respecto a la evolución del rendimiento de la deuda pública en 2011, pueden distinguirse dos fases. En enero y febrero, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó, ya que los datos económicos publicados continuaron señalando una recuperación económica sólida. En la zona del euro, el clima de los mercados favoreció, además, esta evolución, en respuesta a la mejora de las condiciones de los mercados de deuda soberana de los países con tensiones presupuestarias, como consecuencia de las expectativas acerca de la ampliación del alcance y de la capacidad de préstamo de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF). En Estados Unidos, los mercados de deuda pública hallaron un apoyo adicional en los planes fiscales anunciado por la Administración estadounidense en diciembre de 2010.

La segunda fase comenzó en marzo, cuando se detuvo la tendencia al alza de los rendimientos de la deuda pública tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, dando paso a un prolongado período de descensos. La

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a diez años

(porcentaje; datos diarios: 1 de enero de 2006 a 2 de marzo de 2012)



Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Nota: El rendimiento a diez años en la zona del euro solo incluye a aquellos países a los que Fitch les asigna una calificación de AAA.

inversión de la tendencia fue provocada por las tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio, y por el terremoto de Japón, que originaron desplazamientos generalizados de los flujos de inversión hacia activos más seguros, sobre todo activos denominados en dólares estadounidenses y en euros. Una parte de la caída de los rendimientos se debió también a la valoración menos positiva del crecimiento de Estados Unidos, en un entorno de endurecimiento de la política monetaria en China y de disminución de los precios de las materias primas, que los participantes en el mercado tendieron a asociar con signos de desaceleración de la economía mundial. En la zona del euro, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana y la creciente preocupación por la posible reestructuración de la deuda soberana griega propiciaron una reducción de los rendimientos en los países con calificación AAA, en un contexto de elevadas primas de liquidez.

A partir de julio, la crisis de la deuda soberana en la zona del euro traspasó las economías más

pequeñas y comenzó a propagarse también a algunos países grandes, lo que generó un descenso adicional del rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA, tras el aumento de las adquisiciones de deuda en búsqueda de activos más seguros. A pesar del aumento de la incertidumbre en los mercados a principios de agosto, provocada por la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una de las tres agencias de calificación principales y el debate en torno al límite máximo de deuda pública en dicho país, continuó la caída de los rendimientos relacionada con la huida hacia activos más seguros, ya que se disponía de nueva evidencia que apuntaba a un deterioro de las perspectivas económicas, y los mercados reevaluaron la trayectoria futura de los tipos de interés a corto plazo.

En el último trimestre del año, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro aumentó moderadamente hasta alcanzar un máximo ligeramente por encima del 3% a finales de noviembre, pero posteriormente cayó hasta situarse en torno al 2,7% al final del año. En cambio, en Estados Unidos, el rendimiento de la deuda correspondiente siguió descendiendo unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 2%, como consecuencia de la persistente y clara preferencia de los inversores internacionales por los activos denominados en dólares estadounidenses y del anuncio realizado por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de que ampliaría el vencimiento medio de sus tenencias de valores del Tesoro. El incremento del rendimiento de los bonos con calificación

AAA de la zona del euro en ese momento del año puede atribuirse a la distinta dinámica observada en los países de la zona con la citada calificación. Aunque el rendimiento de la deuda pública alemana y francesa evolucionó de forma similar en los tres primeros trimestres de 2011, comenzó a divergir en octubre, siendo reflejo de las crecientes diferencias en la percepción del riesgo soberano. Esto fue particularmente evidente en la primera mitad de noviembre, cuando el rendimiento de los bonos alemanes continuó cayendo, en consonancia con la evolución en Estados Unidos, mientras que el de los bonos franceses se elevó considerablemente.

Una característica fundamental de los mercados de deuda pública de la zona del euro en 2011 fue la evolución dispar de los rendimientos en los distintos países como consecuencia bien de sus respectivas calificaciones crediticias, o bien de la percepción de los mercados sobre los fundamentos fiscales de cada uno de ellos. En conjunto, la caída del rendimiento a largo plazo en algunos países de la zona del euro con calificación AAA y el aumento del rendimiento en los países de la zona con calificación más baja podrían indicar que se percibía una ampliación del diferencial de riesgos entre los dos grupos de países. Sin embargo, la correlación positiva de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana entre los países de la zona del euro pone de manifiesto que se percibía que la deuda soberana conllevaba un riesgo más elevado en la zona euro en su conjunto, aunque de diferente magnitud según los países. (véase el recuadro 5).

Recuadro 5

TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA DE LA ZONA DEL EURO Y CONTAGIOS AL SECTOR FINANCIERO EN 2011

Desde la introducción del euro en 1999, los rendimientos obtenidos en los mercados de deuda pública a largo plazo de la zona del euro evolucionaron a la par en todos los países, y, en general, sus niveles convergieron. El correspondiente y progresivo aumento de las correlaciones

bilaterales entre los rendimientos obedeció a la percepción de los mercados de que los riesgos eran prácticamente similares entre los distintos países y que el riesgo país se movía casi en paralelo. No obstante, las turbulencias financieras que se desataron en el verano de 2007, y se intensificaron con la quiebra de Lehman Brothers aproximadamente un año después, cambiaron significativamente este patrón. De hecho, desde ese verano, las correlaciones entre los rendimientos de la deuda soberana a diez años en la zona del euro divergieron, siendo el factor determinante la percepción de los mercados sobre los fundamentos fiscales de cada país. Al margen de los mercados de deuda soberana, la percepción de incremento del riesgo existente desde el verano de 2007 también afectó al sector financiero, en una medida que variaba considerablemente entre los distintos países de la zona del euro. En este recuadro se analizan brevemente los cambios en las relaciones existentes entre los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como las variaciones que se produjeron en la relación entre los mercados de deuda soberana y el sector financiero.

Hasta mediados de 2007, las divergencias entre los rendimientos de la deuda pública y las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana en la zona del euro eran insignificantes. No obstante, desde entonces han empezado a observarse diferencias que han alcanzado niveles sin precedentes, especialmente en aquellos países que han experimentado problemas presupuestarios graves, como Irlanda, Portugal y Grecia, aunque el fenómeno se ha registrado en un mayor número de países de la zona desde 2010.

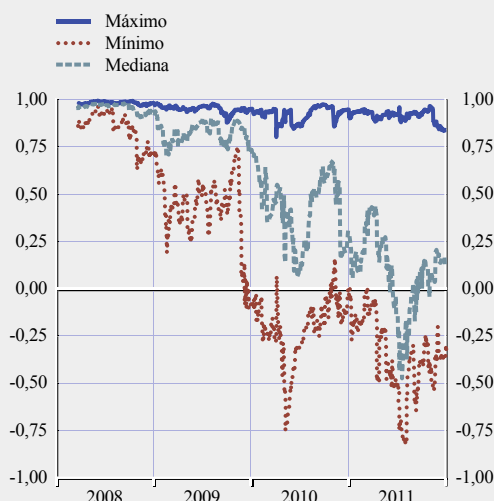
Los cambios en las relaciones entre los rendimientos de la deuda soberana y las primas de los CDS de deuda soberana entre los distintos países pueden ilustrarse utilizando correlaciones que varían en el tiempo basadas en la estimación de un modelo econométrico¹. El gráfico A muestra el rango (calculado como el máximo menos el mínimo) y la mediana de las correlaciones bilaterales entre los rendimientos de la deuda soberana a diez años y el rendimiento de los bonos alemanes al mismo plazo, mientras que el gráfico B presenta el rango y la mediana correspondientes de las correlaciones bilaterales entre las primas de los CDS en el mismo conjunto de países y la prima de los CDS griegos a cinco años². En conjunto, los dos gráficos muestran que, aunque las correlaciones entre los rendimientos pasaron a situarse en territorio negativo a finales de 2009, las correspondientes a los CDS se mantuvieron, en general, en niveles positivos, a pesar de haber registrado oscilaciones notables y un descenso tendencial desde 2010. Un factor clave de la evolución divergente de los dos conjuntos de correlaciones es el hecho de que los CDS son fundamentalmente indicadores del riesgo de impago, mientras que los rendimientos de los bonos también se ven afectados por los cambios en la preferencia por la liquidez mostrada por los participantes en los mercados, que han desempeñado un papel esencial en las recientes tensiones de los mercados financieros. De hecho, a medida que las dificultades presupuestarias se fueron intensificando y generalizando en la zona del euro, los inversores tendieron a invertir su dinero principalmente en aquellos mercados de renta fija que se percibían como relativamente más líquidos y seguros, entre los que destacaba el mercado de bonos alemanes. Por tanto, la

1 Las correlaciones que varían en el tiempo se estiman mediante un modelo Garch multivariante. Aunque, en principio, también podrían utilizarse correlaciones entre las tasas de variación de los rendimientos y los CDS que se calculan en intervalos de tiempo de duración predefinida, se prefiere la estimación basada en modelos, ya que el propio modelo elige de forma óptima el intervalo de tiempo a lo largo del cual se estiman las correlaciones y las correlaciones resultantes pueden interpretarse más como «correlaciones locales» (es decir, referidas a los últimos puntos de la muestra sobre la que se realiza la estimación) que como correlaciones medias en la muestra dada.

2 Con once series temporales, cada matriz de correlación está compuesta por 55 series temporales, que no pueden presentarse en un gráfico sencillo. Para superar esta dificultad, para cada día de la muestra se calculan cuantiles de las 55 correlaciones bilaterales (los cuantiles 5 y 95) así como la mediana. De esta forma, el gran número de series temporales de coeficientes de correlación se sintetiza en solo tres series temporales.

Gráfico A Máximo, mínimo y mediana de las correlaciones bilaterales con el rendimiento de los bonos alemanes a diez años

(datos diarios: 24 de marzo de 2008 a 6 de enero de 2012)

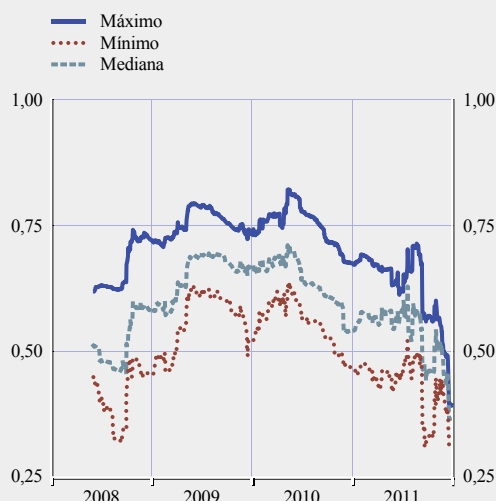


Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Nota: El máximo, el mínimo y la mediana de cada día se calculan en función de las diez correlaciones bilaterales del rendimiento de los bonos alemanes con los rendimientos de la deuda pública a diez años de Bélgica, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

Gráfico B Máximo, mínimo y mediana de las correlaciones bilaterales con la prima de los CDS griegos a cinco años

(datos diarios: 2 de junio de 2008 a 6 de enero de 2012)



Fuentes: Thomson Reuters y BCE.

Notas: El máximo, el mínimo y la mediana de cada día se calculan en función de las diez correlaciones bilaterales entre la prima de los CDS griegos a cinco años y la prima de los CDS a cinco años de Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

aparición de correlaciones negativas entre los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro no debería interpretarse únicamente como un signo de que el riesgo de crédito disminuyó en algunos países mientras que aumentó en otros. De hecho, las correlaciones bilaterales, cada vez menores pero todavía positivas, entre las primas de los CDS de deuda soberana de la zona del euro y la prima de los CDS pagada por la deuda pública griega desde mediados de 2010 indican que los riesgos soberanos en la zona del euro eran interdependientes, aunque en distinta medida.

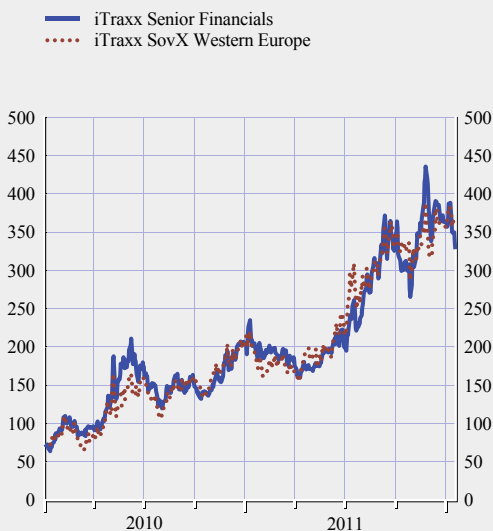
Varios canales han contribuido a la interacción de los riesgos entre el sector soberano y el financiero. En primer lugar, la exposición de los sistemas bancarios de la zona del euro al riesgo soberano ha sido una fuente de transmisión directa del riesgo. En segundo, la interconexión de la red de instituciones financieras y la complejidad de sus exposiciones cruzadas pueden haber creado una exposición indirecta de algunas instituciones financieras al riesgo soberano. En tercer lugar se encuentra la percepción de los mercados de que, en caso de una quiebra del sistema bancario, la intervención pública acarrearía costes fiscales y un aumento del riesgo de impago soberano.

Para ilustrar estas interacciones, el gráfico C muestra la evolución de dos índices iTraxx a cinco años: el iTraxx SovX Western Europe y el iTraxx Senior Financials³. Mientras que el primero es una agregación de los CDS de deuda soberana en la zona del euro, el segundo considera los CDS de 25 importantes instituciones financieras de la zona del euro (tramos preferentes). Aunque se supone que estas instituciones financieras no se han visto afectadas en gran medida por la

3 El iTraxx SovX Western Europe es un índice basado en las primas de los CDS de Europa occidental para un plazo dado. El iTraxx Senior Financials es un índice basado en las primas de los CDS de tramo preferente para un plazo dado de 25 importantes instituciones financieras de la zona del euro. La composición detallada de estos índices puede consultarse en el sitio web de Markit.

Gráfico C Índices iTraxx SovX Western Europe y iTraxx Senior Financials a cinco años

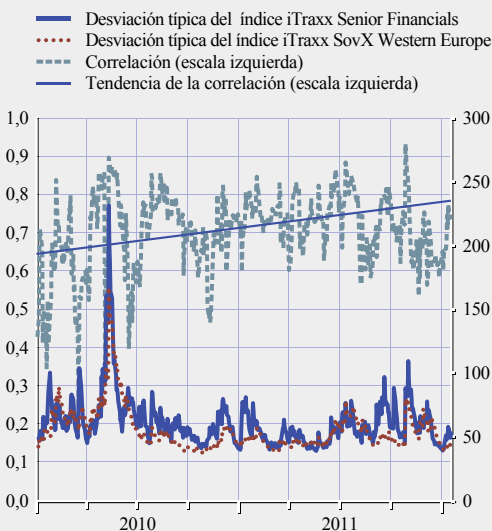
(datos diarios: 1 de enero de 2010 a 18 de enero de 2012)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico D Correlación y desviaciones típicas variables en el tiempo de algunos índices iTraxx

(datos diarios: 1 de enero de 2010 a 18 de enero de 2012)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Notas: El eje de la derecha está expresado en porcentajes anualizados. La correlación y las desviaciones típicas que varían en el tiempo se estiman utilizando modelos Garch bivariantes para las tasas de variación de los dos índices iTraxx.

evolución del riesgo soberano, debido a que sus carteras están muy diversificadas, su riesgo de impago, medido por los CDS, aumentó junto con el riesgo de impago de la deuda soberana, especialmente entre marzo y octubre de 2011. Las correlaciones variables en el tiempo entre estos dos índices de CDS, así como sus volatilidades respectivas, han tendido a aumentar desde abril de 2011 (véase gráfico D). Desde agosto de 2011, tras la reactivación del programa para los mercados de valores y las conclusiones de la cumbre de la UE del 21 de julio, la correlación tendió a disminuir, aunque en los primeros días de 2012 volvió a repuntar hasta alcanzar los niveles de finales de agosto. La tendencia general al alza de la correlación puso de relieve el aumento del riesgo de crisis provocadas por eventos de crédito en el sector financiero y en el mercado de deuda soberana, al mismo tiempo, por la creciente exposición del sistema financiero a los riesgos soberanos.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años frente a Alemania comenzaron a incrementarse en Grecia, Irlanda y Portugal en marzo, como consecuencia de la rebaja de la calificación de la deuda soberana de estos países, y continuaron aumentando en abril y mayo, conforme la necesidad de reestructurar la deuda pública griega acaparó mayor atención (véase gráfico del recuadro 1). A principios de junio de 2011, los diferenciales de Grecia, Irlanda y Portugal se situaron, en promedio, más de

500 puntos básicos por encima de los de mayo de 2010, cuando comenzaron a recrudecerse las tensiones en los mercados de deuda soberana. En junio de 2011, las tensiones asociadas a la deuda empezaron a afectar a países más grandes, en particular a Italia y a España, en un entorno de debates e incertidumbre acerca de la resolución de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Hacia finales de año, tras haber alcanzado un máximo en la última semana de noviembre, los diferenciales de rendimiento de la deuda

pública a diez años frente a los bonos correspondientes de Alemania se estrecharon significativamente, debido a la mejora del clima de los mercados antes de la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno prevista para el 9 de diciembre, así como a la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y a las nuevas medidas de política monetaria no convencionales. Además, las actuaciones emprendidas por algunos bancos centrales de las principales áreas económicas para aumentar su capacidad para respaldar la liquidez del sistema financiero mundial contribuyeron a aliviar las tensiones en los mercados de deuda soberana.

Después de experimentar un aumento moderado en los tres primeros meses de 2011, el rendimiento real comenzó a descender como consecuencia de la intensificación de los riesgos geopolíticos y del empeoramiento de las perspectivas mundiales. A principios de junio, el rendimiento de los bonos indicados a la inflación a cinco años de la zona del euro había caído hasta un bajo nivel, el 0,5%, mientras que el de los bonos a diez años se situó en el 1,2%. Posteriormente, la disminución del rendimiento real se aceleró, como pone de manifiesto el hecho de que el rendimiento real a cinco y diez años fuera del 0,2% y el 0,8%, respectivamente, en diciembre. En conjunto, la contracción del rendimiento real a lo largo del año estuvo en consonancia con la evidencia de un deterioro de las perspectivas económicas y, en general, se produjo en un contexto de expectativas de inflación bastante estable. A finales de 2011, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,4%, 10 puntos básicos por encima del nivel registrado un año antes, con indicaciones similares procedentes de los *swaps* indicados a la inflación.

EN 2011 LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DESCENDIERON DE FORMA ACUSADA EN LA ZONA DEL EURO

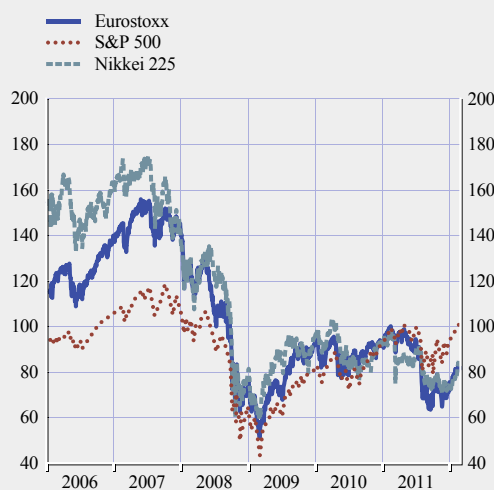
En conjunto, los precios de las acciones en la zona del euro cayeron en torno a un 20% en 2011, mientras que en Estados Unidos se mantuvieron estables, en líneas generales, durante el mismo período (véase gráfico 13). Asimismo, los

índices bursátiles amplios descendieron un 7% en el Reino Unido y un 19% en Japón. En 2011, la disminución más acusada del índice de la zona del euro con respecto a su equivalente en Estados Unidos se debió principalmente a los acontecimientos del segundo semestre del año y fue reflejo, en gran medida, del empeoramiento de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, así como del menor crecimiento de los beneficios en la zona.

A finales de 2010 y en los tres primeros meses de 2011, los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos aumentaron a raíz de la publicación de datos económicos favorables, de anuncios de beneficios positivos y de un ligero repunte del apetito por el riesgo. En conjunto, el índice Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500 avanzaron un 9% y un 12%, respectivamente, entre finales de noviembre de 2010 y finales de marzo de 2011. En la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero registraron unas ganancias mayores que el índice sintético en este periodo, registrando una subida de alrededor del 15%. Al mismo tiempo, las cotizaciones de los sectores

Gráfico 13 Principales índices bursátiles

(cambio de base de los índices a 100 el 4 de enero de 2011; datos diarios: 1 de enero de 2006 a 2 de marzo de 2012)



Fuente: Thomson Reuters.

industrial y de extracción de petróleo y gas también se incrementaron significativamente, en un entorno de ritmo de crecimiento económico favorable.

La tendencia positiva de los precios de las acciones se detuvo en abril de 2011, principalmente como resultado de las tensiones políticas en el Norte de África y en Oriente Medio, de las consecuencias reales y previstas del terremoto de Japón y de la agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Posteriormente, durante el segundo trimestre del año, las cotizaciones disminuyeron moderadamente en Estados Unidos y en la zona del euro, ya que los participantes en los mercados comenzaron a descontar las implicaciones de una revisión de las perspectivas de crecimiento mundial.

La caída de los precios de las acciones se aceleró en el tercer trimestre, siendo reflejo de la reacción negativa de los mercados a la rebaja de la calificación de la deuda soberana de Estados Unidos por parte de una de las principales agencias, así como de la creciente incertidumbre sobre el grado de propagación de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. En conjunto, el índice Dow Jones EURO STOXX retrocedió alrededor del 23% en los tres meses transcurridos hasta el final de septiembre, mientras que el índice Standard & Poor's 500 perdió un 14%. Al mismo tiempo, las acciones del sector financiero de la zona del euro descendieron en torno a un 30% con respecto a finales de mayo, y las empresas manufactureras y de agua, gas y electricidad también registraron importantes pérdidas. La evolución en Estados Unidos fue similar, ya que los precios de las acciones de los sectores financiero e industrial cayeron más de un 20% en el mismo período.

Además de verse afectada por los citados factores, la evolución negativa de los precios de las acciones en el tercer trimestre de 2011 también fue consecuencia de la publicación de datos anunciando escasos beneficios empresariales. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios reales por acción de las

empresas de la zona del euro incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX cayó del 29% en mayo al 20% en agosto. La tasa de crecimiento de los beneficios esperados por acción a corto plazo también disminuyó, pasando del 12% en mayo al 10% en agosto.

En el último trimestre del año, a pesar del aumento de la volatilidad implícita de los índices bursátiles amplios, de las significativas tensiones en algunos segmentos del mercado y de la incertidumbre en torno al crecimiento económico mundial, los precios de las acciones volvieron a una senda ascendente a ambos lados del Atlántico. En particular, el índice amplio Dow Jones EURO STOXX y el índice Standard & Poor's 500 subieron alrededor del 5% y el 10%, respectivamente, en el citado trimestre. En este período, los cambios en el clima de los mercados relacionados con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro siguieron influyendo en los precios de las acciones de la zona. Sin embargo, especialmente en noviembre y en diciembre, las cotizaciones se vieron favorecidas por la publicación de datos económicos mejores de lo esperado en Estados Unidos, por la evolución positiva del clima de los mercados antes de las reuniones de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro del 26 de octubre y del 9 de diciembre, por las medidas coordinadas adoptadas por varios bancos centrales de todo el mundo para aumentar su capacidad para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial, por las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE, y por la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales.

La evolución sectorial de los índices bursátiles de la zona del euro en la última parte del año fue dispar, habiéndose concentrado los descensos en los sectores financiero, de telecomunicaciones y de servicios de agua, gas y electricidad, mientras que las cotizaciones de los demás sectores, especialmente el de extracción de petróleo y gas, subieron. La evolución negativa de los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro fue reflejo de la trayectoria de la crisis de la deuda soberana de la zona y de

sus implicaciones para la solvencia del sector bancario debido a sus tenencias de deuda pública, así como de las revisiones negativas sobre las calificaciones de riesgo y la intensificación de las tensiones en los mercados de financiación de las entidades de crédito.

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES SE MANTUVO EN NIVELES MODERADOS

En 2011, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares se redujo, y en diciembre se situó en un nivel estimado del 1,5%, frente al 2,5% de diciembre de 2010. Esta evolución fue consecuencia de la menor contribución realizada por los préstamos a los hogares que se mantienen en el balance de las IFM (es decir, sin ajustar de ventas o titulaciones), que se redujo casi a la mitad con respecto a la de 2010, mientras que la aportación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las instituciones distintas de IFM registró un acusado incremento y se tornó positiva (la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos se situó en el 2,3% en diciembre de 2011, frente al -2,4% de diciembre de 2010). La evolución dispar de los préstamos de las IFM y de las instituciones distintas de IFM a los hogares obedece, principalmente, a que el grueso de los préstamos concedidos por estas últimas corresponde a flujos de titulaciones. El volumen de estos flujos fue muy significativo en el segundo semestre de 2011, tras una actividad de titulaciones muy limitada en 2010.

Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo los principales impulsores del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda (ajustada de ventas y titulaciones de préstamos), que era del 3,1% a finales de 2010, se mantuvo sin apenas variación en el primer semestre del año, antes de disminuir gradualmente en el segundo y situarse en el 1,9% en diciembre de 2011. Es probable que el perfil de crecimiento de estos préstamos haya reflejado factores tanto de oferta como

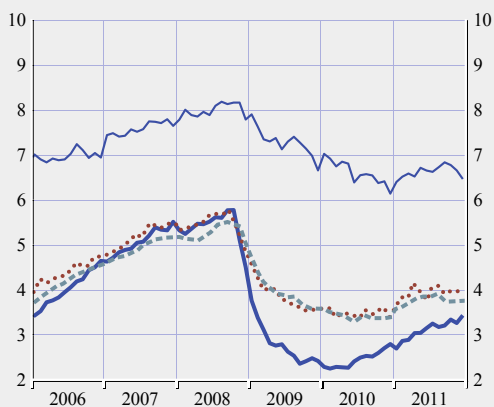
de demanda. En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro se consideró que la debilidad observada en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda fueron los principales determinantes de la sustancial reducción de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda, especialmente en la segunda mitad del año. Por lo que respecta a la oferta, la encuesta mostró un aumento del porcentaje neto de entidades de crédito que indicaron que habían endurecido sus criterios de concesión de préstamos y créditos, sobre todo hacia finales del año. De hecho, pese a la reducción de los tipos de interés de mercado, los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos para adquisición de vivienda se incrementaron moderadamente en 2011 (36 puntos básicos en promedio), observándose los mayores aumentos en los préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se mantuvo negativa en 2011 y descendió ligeramente hasta situarse en el -2% en diciembre, en comparación con el -1,2% de diciembre de 2010. La debilidad del crédito al consumo se debió, en gran medida, a factores de demanda y fue acorde con los resultados de las encuestas de opinión, especialmente en lo que respecta a la limitada predisposición de los consumidores a realizar compras importantes. Es probable que el bajo crecimiento de la renta real disponible de los hogares y el hecho de que los niveles de endeudamiento de este sector sigan siendo muy elevados hayan afectado a la demanda de crédito al consumo. Las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios indicaron que la demanda había disminuido y que los criterios de aprobación de esta modalidad de crédito se habían endurecido. En 2011, los tipos de interés aplicados por las entidades al crédito al consumo aumentaron 32 puntos básicos, en promedio, invirtiéndose parcialmente la tendencia descendente observada en 2010 (véase gráfico 14).

Gráfico 14 Tipos de interés de los préstamos a hogares y sociedades no financieras

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

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

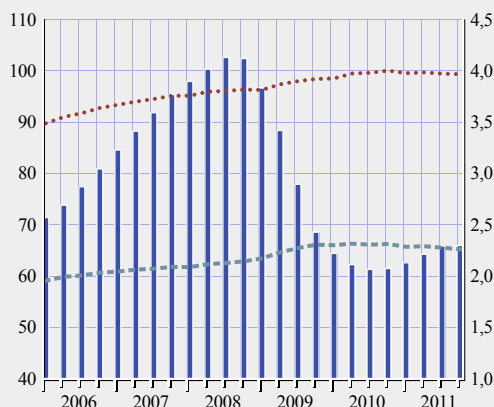


Fuente: BCE.

Gráfico 15 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentaje)

- Carga por intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
- Ratio de endeudamiento de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
- - - Ratio de endeudamiento de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



Fuentes: BCE y Eurostat.

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

EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES DISMINUYÓ LIGERAMENTE, PERO CONTINUÓ SIENDO ELEVADO

En 2011, el endeudamiento de los hogares de la zona del euro experimentó un aumento moderado (estimado en el 1,5%) en términos nominales. Sin embargo, este aumento fue superado por el incremento de la renta nominal, medida tanto en términos de la renta bruta disponible como del PIB. En consecuencia, se estima que las ratios de endeudamiento de los hogares disminuyeron ligeramente en 2011 en comparación con los niveles observados a finales de 2010 (desde el 100,1% hasta el 99,4% en relación con la renta bruta disponible, y desde el 66,3% hasta el 65,2% en relación con el PIB; véase gráfico 15). La carga por intereses de este sector (es decir, los pagos de intereses en porcentaje de la renta bruta disponible) aumentó ligeramente en 2011, debido principalmente al moderado incremento

de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos.

EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS MANTUVO SU MODERACIÓN EN 2011

A finales de 2011, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo ligeramente con respecto a finales de 2010. Tras disminuir en la primera mitad del año, el coste real total de la financiación externa se mantuvo prácticamente sin cambios en el segundo semestre, en un entorno de agudización de las tensiones en los mercados financieros relacionadas con la crisis de la deuda soberana. La evolución agregada oculta algunas diferencias en las distintas fuentes de financiación. El coste real de la emisión de valores de renta fija y de los préstamos bancarios a corto plazo aumentó

significativamente en la segunda mitad de 2011, mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a largo plazo apenas experimentaron variaciones a lo largo del año y el coste real de las acciones fluctuó en torno a máximos históricos (véase gráfico 16). En conjunto, el coste real de la financiación externa en 2011 se mantuvo contenido justo por debajo de su media histórica.

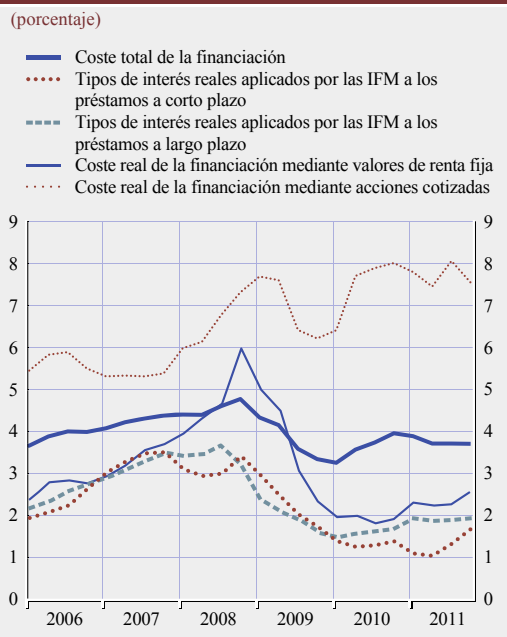
Por lo que respecta al coste de la financiación bancaria, los tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo se incrementaron desde aproximadamente el 1,4% registrado en diciembre de 2010 hasta el 1,7% a finales de 2011. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a corto plazo reflejaron principalmente la evolución de los tipos del mercado monetario. El euríbor a tres meses registró un aumento de unos 40 puntos básicos

entre finales de 2010 y finales de 2011. Es posible que la evolución de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo también se deba al deterioro de la solvencia de las empresas en algunas jurisdicciones y a las tensiones observadas en las condiciones de financiación de las entidades de crédito. En general, el diferencial entre estos tipos de interés y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario permaneció prácticamente estable durante los tres primeros trimestres de 2011, antes de elevarse en el último. En el caso de los tipos de interés reales y nominales aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo aumentaron unos 20 puntos básicos en el primer trimestre de 2011, y posteriormente se mantuvieron apenas sin cambios. Los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a largo plazo y la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se redujeron a principios de 2011, antes de ampliarse a lo largo del año, debido principalmente a las fluctuaciones observadas en el rendimiento de la deuda pública, como consecuencia de los flujos hacia los activos refugio de Alemania.

La evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos en 2011 puede que no haya reflejado plenamente el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros durante el segundo semestre del año. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el citado semestre se produjo un deterioro significativo en el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados y en su situación de liquidez, lo que contribuyó a un endurecimiento considerable de los criterios de aprobación de los préstamos y créditos al sector privado.

El coste real de financiarse en los mercados mediante la emisión de valores de renta fija se incrementó unos 70 puntos básicos entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011, aunque se mantuvo en niveles bastante favorables en términos históricos. La mayor parte de este aumento se registró en el segundo semestre de 2011, en un contexto de contagio de las

Gráfico 16 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y previsiones de Consensus Economics.
 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 real de la financiación mediante valores de renta fija y acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005).

tensiones en los mercados de deuda soberana a otros segmentos de los mercados financieros. Como las preferencias de los inversores se desplazaron hacia activos más líquidos y seguros, los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia entre los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro) se ampliaron ligeramente en todas las categorías de calificación, aunque el aumento fue más pronunciado en el caso de los bonos de alta rentabilidad.

El coste real de emitir acciones cotizadas fluctuó ligeramente durante todo el año, y en diciembre de 2011 se situaba en torno a 50 puntos básicos por debajo del nivel registrado en diciembre de 2010. En promedio, en 2011 el coste real de las acciones se mantuvo próximo a máximos históricos.

RECURSO MODERADO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA EN 2011

La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación, en niveles moderados, en 2011, ya que la continuación del proceso de estabilización en los préstamos concedidos por las IFM quedó contrarrestada, en gran medida, por la reducción registrada en la emisión de valores de renta fija y por la persistente debilidad de la emisión de acciones cotizadas (véase gráfico 17). Este proceso de reintermediación, que comenzó a principios de 2010, pareció interrumpirse en el segundo semestre de 2011, en un entorno en el que el recurso a la financiación externa fue limitado.

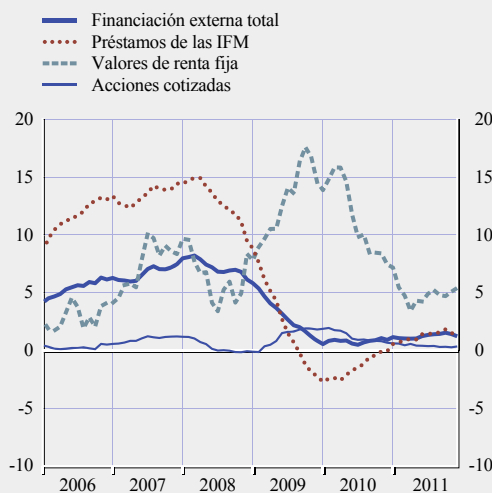
Más concretamente, tras la fuerte contracción experimentada entre 2008 y 2010, la normalización de la financiación bancaria del sector empresas se concentró principalmente en los préstamos a corto plazo. En promedio, en 2011, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos (esto es, préstamos con fijación del tipo inicial de hasta un año) se recuperó en unos 10 puntos porcentuales en comparación con el año anterior, mientras que la tasa de crecimiento

interanual de los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con fijación del tipo inicial de más de cinco años) se redujo ligeramente. En cuanto a la financiación en los mercados, en 2011, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo, en promedio, en niveles considerablemente por debajo de la tasa registrada en 2010. Al mismo tiempo, la emisión de acciones cotizadas siguió siendo moderada y tendió a seguir disminuyendo en 2011.

La demanda relativamente reducida de financiación externa puede deberse, en cierta medida, a las restrictivas condiciones de concesión del crédito y al debilitamiento de la actividad económica en la segunda mitad del año. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona de euro, en los dos primeros trimestres de 2011, la demanda de préstamos por parte de empresas se vio estimulada por una mayor necesidad de financiar inversiones y existencias, pero retrocedió de nuevo en el segundo semestre. La disponibilidad de financiación interna puede explicar también la moderada dinámica de la financiación externa, en particular en el caso de grandes y medianas empresas. Ciertamente, basándose en los estados

Gráfico 17 Financiación externa de las sociedades no financieras, por instrumento

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

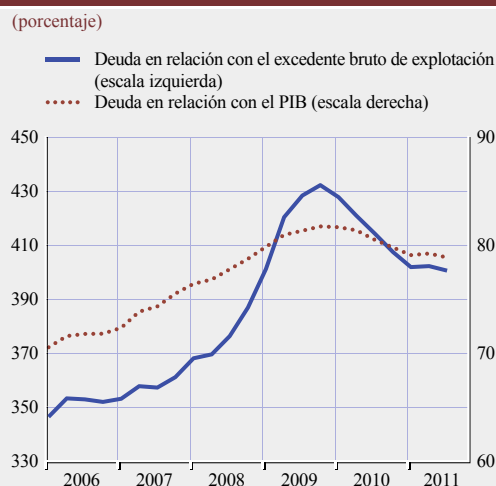
Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

financieros de las sociedades no financieras cotizadas, en los tres primeros trimestres de 2011, la rentabilidad, medida por el resultado neto en relación con las ventas, se mantuvo elevada, en torno a los niveles registrados en 2010. Gracias, en particular, al dinamismo del comercio exterior en el primer semestre de 2011, las ventas netas de las empresas continuaron aumentando, aunque a un ritmo más lento que el año anterior. En cuanto a las pequeñas empresas, las encuestas del BCE sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro transmitieron un panorama más sombrío, con unos beneficios reducidos hasta el tercer trimestre de 2011, que puede que se deterioraran aún más en el último trimestre³.

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS SE ESTABILIZÓ EN 2011

En un entorno de moderación de la actividad económica, y sobre la base de datos agregados, los beneficios empresariales se redujeron ligeramente en el primer semestre de 2011, en comparación con los registrados a finales de 2010. No obstante, en ese mismo período, una política general de dividendos prudente hizo que la ratio de ahorro de las sociedades no financieras de la zona del euro se estabilizara en niveles bastante elevados. En consecuencia, dado que la inversión en capital fijo se financió en gran medida con fondos internos, la brecha de financiación (es decir, la medida en que las sociedades no financieras necesitan recurrir a fuentes externas para financiar sus inversiones) permaneció en niveles moderados en el primer semestre de 2011. En este mismo período, sin embargo, la normalización de la demanda de préstamos por parte de empresas conllevó un ligero aumento del recurso a la financiación externa por parte del sector empresas y, como consecuencia de ello, el citado semestre supuso una pausa en la tendencia decreciente del endeudamiento de este sector registrado en 2010 (véase gráfico 18). Más concretamente, durante los tres primeros trimestres, las ratios de deuda en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación se mantuvieron prácticamente estables, en torno al 79% y el 400%, respectivamente. Aunque las empresas

Gráfico 18 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones emitidos y reservas de los fondos de pensiones. La información incluida abarca hasta el segundo trimestre de 2011.

han mejorado su situación financiera y la de sus balances desde finales de 2009, las ratios de endeudamiento siguen siendo elevadas en términos históricos. En consecuencia, el sector empresas de la zona del euro sigue siendo vulnerable al riesgo de aumento de los costes de la financiación externa o de debilidad de la actividad económica.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En 2011, la inflación general medida por el IAPC aumentó, en promedio, hasta el 2,7%, desde el 0,3% de 2009 y el 1,6% de 2010. Desde finales de 2010, las tasas de inflación interanual se han mantenido claramente por encima del 2%, impulsadas principalmente por las elevadas tasas de crecimiento interanual de los precios de la energía y de los alimentos registradas como consecuencia de los repentes de los precios internacionales de las materias primas.

³ Véase, por ejemplo, el informe titulado «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – April to September 2011», BCE, diciembre de 2011.

En algunas economías de la zona del euro, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados también contribuyeron al incremento de las tasas de inflación medidas por el IAPC.

Como sugieren la evolución de los precios industriales y los datos de las encuestas, las presiones externas sobre los precios fueron especialmente intensas en el primer semestre de 2011, debido a la subida de los precios del petróleo y de otras materias primas. Posteriormente, estas presiones parecieron disminuir principalmente como resultado de la moderación de los precios de las materias primas.

Como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados de trabajo registrada en el primer semestre del año, los costes laborales se incrementaron paulatinamente en 2011. El crecimiento de los salarios aumentó sustancialmente, pero no alcanzó los niveles observados en 2008. Debido a la considerable ralentización de la actividad a partir del segundo trimestre de 2011, la productividad del trabajo creció a una tasa más baja que

en 2010. Por consiguiente, los costes laborales unitarios experimentaron un repunte, tras haber permanecido en niveles negativos en 2010.

En 2011, en un entorno de mayor inflación, la percepción de los consumidores acerca de la inflación y sus expectativas a corto plazo continuaron aumentando en relación con los muy reducidos niveles de 2009. En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo, medidas por las encuestas, fueron muy estables.

LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC SE MANTUVO CLARAMENTE POR ENCIMA DEL 2% EN 2011

Los precios de las materias primas fueron un destacado factor determinante de la inflación en la zona del euro en 2011. Estos precios experimentaron una acusada caída durante la recesión mundial que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en 2008, aunque a principios de 2011 habían retornado a los niveles máximos registrados anteriormente. En el recuadro 6 se comparan las subidas de los precios de las materias primas observados en 2011 y 2008, así como su impacto en la inflación medida por el IAPC en la zona del euro.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS E INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN LA ZONA DEL EURO: COMPARACIÓN DE LAS SUBIDAS REGISTRADAS EN 2008 Y 2011

Los precios de las materias primas fueron un destacado factor determinante de la inflación de la zona del euro en 2011. La pronunciada caída de estos precios durante la recesión mundial que siguió a la quiebra de Lehman Brothers revirtió con rapidez y, a principios de 2011, se situaron próximos a los niveles máximos registrados anteriormente. En este contexto, en este recuadro se compara la subida que experimentaron los precios de las materias primas en 2011 con la de 2008 y se considera su impacto en la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

Precios de las materias primas

Los precios de las materias primas con un impacto más directo en la inflación de los precios de consumo son los del petróleo y los de los alimentos¹. Su evolución está determinada,

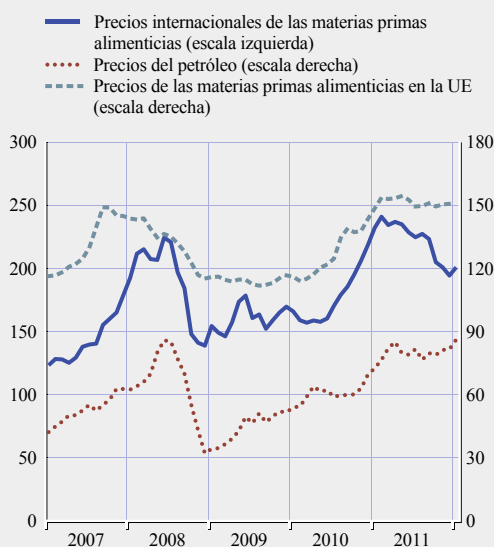
¹ Los precios de las materias primas industriales no tienen un impacto directo en los precios de consumo, por lo que no se consideran en este recuadro.

en gran medida, por el ciclo económico mundial, y las subidas observadas tanto en 2008 como en 2011 reflejaron, en particular, el auge de la demanda en las economías emergentes que estaban experimentando una fuerte expansión. Al mismo tiempo, los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se vieron influidos, por el lado de la oferta, por factores idiosincrásicos tales como las tensiones geopolíticas o unas condiciones meteorológicas extremas en los países productores de materias primas. Un rasgo común de los dos períodos analizados es que estas perturbaciones en la oferta ocurrieron en unos momentos en los que la demanda ya era muy elevada. En 2008, las tensiones que se produjeron posteriormente en el mercado de petróleo se agudizaron aún más por la preocupación existente en torno a unos niveles de existencias relativamente reducidos.

En el caso de los precios del petróleo, el máximo registrado durante la subida de 2011 fue inferior al observado en 2008 si estos precios se miden en dólares estadounidenses, pero se situó aproximadamente en el mismo nivel (85 euros por barril) si se calcula en euros (véase gráfico A). En cuanto a los precios de las materias primas alimenticias en euros, el nivel máximo alcanzado durante la subida de 2011 fue superior al registrado en 2008. En ambos períodos, los precios se vieron impulsados por la fuerte demanda de alimentos ricos en proteínas, como la carne y los productos lácteos, por parte de las economías emergentes, y de cereales y semillas oleaginosas, por parte de los países industrializados, en un contexto de rápido crecimiento de la producción de biocombustibles. Sin embargo, como las condiciones de la oferta a escala mundial habían tenido cierto tiempo para adaptarse, cabe la posibilidad de que la intensa demanda generada por dichos cambios en los hábitos de consumo o en la política energética haya tenido un impacto limitado en 2011.

Gráfico A Evolución de los precios de las materias primas

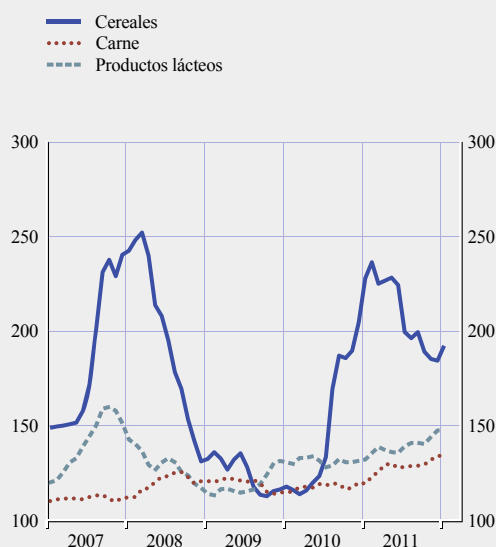
(índices de precios de los alimentos: 2005 = 100; precios del petróleo en euros)



Fuentes: Hamburg Institute of International Economics, Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Gráfico B Evolución de los precios de las materias primas alimenticias en la UE

(índice: 2005 = 100)



Fuente: Dirección General de Agricultura y Desarrollo Rural de la Comisión Europea.

Al considerar los precios de las materias primas alimenticias conviene tener en cuenta que, en el caso de la zona del euro, la Política Agrícola Común de la UE desempeña un papel destacado en el mecanismo de transmisión de las perturbaciones de los precios de los alimentos. Aunque los precios fijados en el marco de esta política registraron un máximo más elevado en la subida de 2011 que en la de 2008, la diferencia fue menos acusada que la observada en los precios internacionales de las materias primas. Se ha de indicar que el nivel agregado de los precios de las materias primas alimenticias en la UE oculta una evolución muy dispar de determinadas categorías (véase gráfico B). Por ejemplo, en 2011, los precios de los cereales y de los productos lácteos no llegaron a los niveles registrados en 2008, mientras que el agregado en el que se incluyen sí aumentó. Además, los respectivos máximos se alcanzaron en momentos ligeramente diferentes, ya que, por ejemplo, los precios de los productos lácteos ya habían registrado un máximo a finales de 2007, mientras que los de la carne no lo hicieron hasta principios de 2009. Estas diferencias son importantes porque la estructura de transmisión de los precios de las materias primas a los de consumo varía en los distintos alimentos.

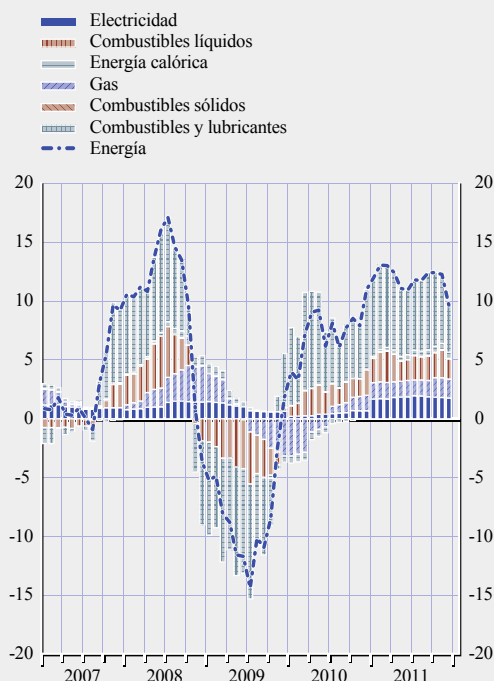
Impacto sobre la inflación medida por el IAPC

El impacto más rápido y evidente de las subidas de los precios de las materias primas en la inflación medida por el IAPC se produce a través de su efecto directo en los precios de consumo de la energía y de los alimentos. Ciertamente, a mediados de 2008 y principios de 2011, cuando los precios de las materias primas alcanzaron niveles máximos, estos dos componentes representaban aproximadamente el 60% de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

La inflación de los precios de la energía se situaba en torno al 12% a principios de 2011, ligeramente por debajo de las tasas medias observadas a mediados de 2008 (véase gráfico C). Las variaciones de los precios del petróleo tienen un efecto casi inmediato en los precios de los combustibles del componente energético del IAPC, especialmente en los del transporte en vehículos privados. Así pues, si se tiene en cuenta su ponderación en el IAPC, el nivel y el perfil de la inflación de los precios de la energía en los dos períodos analizados fueron atribuibles, en gran medida, a los precios de los combustibles. Los impuestos tuvieron un impacto al alza más acusado durante la subida registrada en 2011, aunque este efecto quedó contrarrestado por el hecho de que los márgenes de refino fueron menos de la mitad de los observados en 2008. Las variaciones del precio del petróleo no afectan inmediatamente a los precios del gas y de la electricidad, sino que estos tienden a reaccionar con un retardo de un par de meses.

Gráfico C Contribuciones a la inflación de precios de la energía

(puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

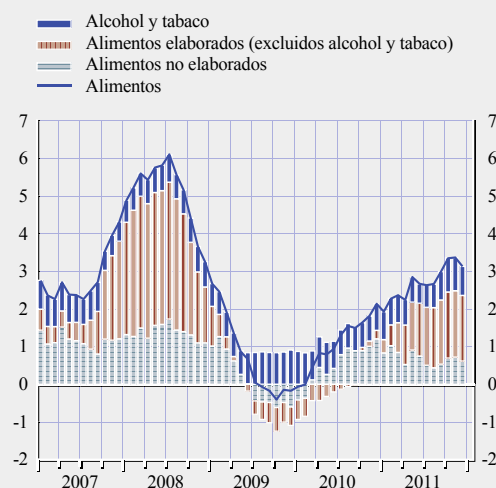
Las diferencias entre los niveles máximos de la inflación en 2008 y 2011 están relacionadas, fundamentalmente, con las contribuciones relativas de estos dos componentes de los precios de la energía, ya que la contribución de los precios del gas fue mayor en 2008, mientras que en 2011 fue mayor la de los precios de la electricidad. Una posible razón de la menor aportación de los precios del gas en 2011 es el desarrollo gradual de mercados al contado en los últimos años, que puede haber limitado el impacto de los precios del gas iniciados a la inflación. La mayor contribución de los precios de la electricidad en 2011 parece haber estado relacionada, en gran medida, con la subida de los precios de las fuentes de energía renovables y con modificaciones de los impuestos.

A diferencia de la inflación de los precios de la energía, la inflación interanual de los precios de los alimentos registró niveles más bajos en 2011 que en 2008. De hecho, la inflación de los precios de los alimentos en 2011, que se situó en niveles cercanos al 3%, fue aproximadamente la mitad de la observada en 2008 (véase gráfico D). Las variaciones de los precios de las materias primas alimenticias y las condiciones de oferta en las distintas regiones tienen un impacto directo y casi inmediato en los precios de los alimentos no elaborados. La contribución de estos últimos a la inflación general de los precios de los alimentos fue prácticamente similar en 2011 y 2008, aunque hubo diferencias en algunos subcomponentes, como la carne y las legumbres y hortalizas. La mayor parte de la diferencia observada en la inflación de los precios de los alimentos entre los máximos de 2011 y de 2008 tuvo su origen en los precios de los alimentos elaborados (excluidos alcohol y tabaco), en los que el efecto de los precios de las materias primas se deja sentir de manera indirecta a través de los precios industriales.

Por lo que se refiere a los precios de los alimentos elaborados, su contribución al máximo que alcanzó la inflación a principios de 2011 representó solo la mitad de la observada en el máximo de 2008. En concreto, la contribución de los productos lácteos y del pan y los cereales fue mucho más destacada en 2008, lo que es acorde con el patrón observado en los precios correspondientes de las materias primas en la UE y con el hecho de que, en el caso de los productos lácteos, la transmisión es mucho más intensa que en el de otros alimentos elaborados². Por lo tanto, en 2011, las aportaciones de los distintos subcomponentes a la inflación de los precios de los alimentos elaborados fueron bastante similares, siendo la contribución de la categoría que incluye café, té y cacao y de la que comprende aceites y grasas casi igual a la de los productos lácteos. Al mismo tiempo, es probable que la menor contribución de los precios de los alimentos elaborados a la inflación general de los precios de los alimentos en 2011 refleje el entorno económico más complejo de los últimos años, que ha moderado la transmisión de las presiones de los precios de las materias primas.

Gráfico D Contribuciones a la inflación de precios de los alimentos

(puntos porcentuales; tasas variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

En conclusión, en este recuadro se muestra que la evolución similar de las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias en 2008 y 2011 se vio acompañada por patrones diferentes en los componentes correspondientes de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro. Por un lado, el máximo alcanzado por la inflación de los precios de la energía en 2011 coincidió básicamente con el de 2008 y con el perfil de la evolución de los precios del petróleo en esos años. Por otro, la inflación de los precios de los alimentos fue mucho menor en 2011 que en 2008, como consecuencia de una transmisión más limitada resultante de una estructura diferente de los precios de las materias primas a nivel desagregado y de un entorno generalmente más complejo para la transmisión durante los últimos años. No obstante, en conjunto, la evolución observada en 2011 es acorde con la idea de que la inflación medida por el IAPC de la zona del euro es muy sensible a la trayectoria de los precios de las materias primas y de que es muy difícil evitar que se produzcan efectos directos en la inflación medida por el IAPC. Por consiguiente, es necesario que el proceso de fijación de precios y salarios se lleve a cabo adecuadamente, con el fin de impedir la materialización de efectos de segunda vuelta y un impacto sostenido sobre la inflación en un horizonte de medio plazo.

Como consecuencia de los elevados precios del petróleo, la tasa de variación interanual del componente energético del IAPC, que representa el 10,4% del IAPC general, se mantuvo en niveles de dos dígitos durante 2011, alcanzando una media interanual del 11,9%. El impacto más acusado se registró en los precios de los componentes directamente relacionados con los precios del petróleo, como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados. Además, se observó un pronunciado aumento de los precios de la electricidad, el gas y el gasóleo para calefacción.

Como reflejo de la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, los precios de los alimentos del IAPC aumentaron de nuevo, en particular los de los alimentos elaborados, que se incrementaron de manera constante en 2011. La tasa media de variación interanual de estos últimos se situó en el 3,3% en 2011, muy por encima de las registradas en 2010 (0,9%) y 2009 (1,1%). En comparación, los precios de los alimentos no elaborados mostraron una tendencia a la baja en 2011, en un entorno de cierta volatilidad intermensual. En tasa media interanual, estos precios también se

Cuadro I Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

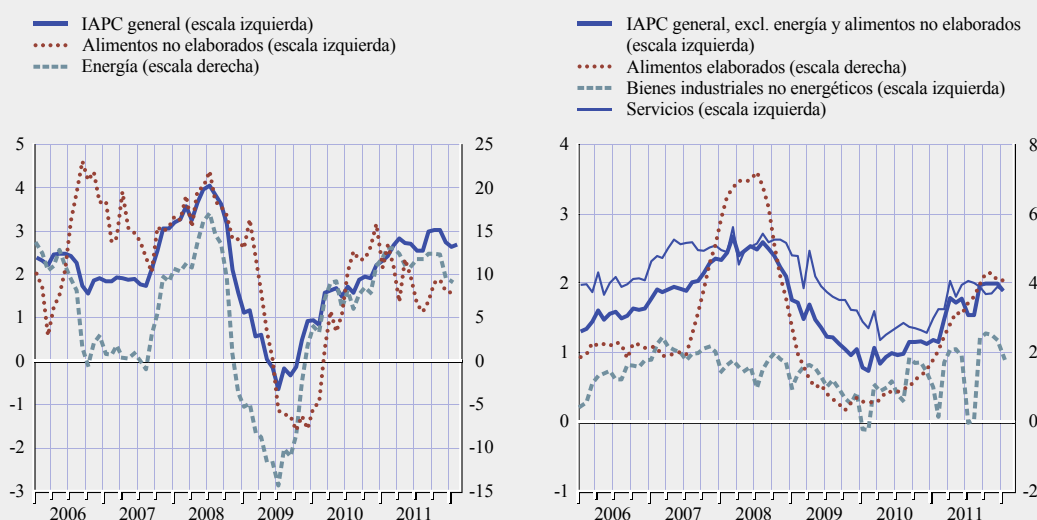
	2009	2010	2011	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 Ene.	2012 Feb.
IAPC y sus componentes										
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,0	2,5	2,8	2,7	2,9	2,6	2,7
Energía	-8,1	7,4	11,9	9,2	12,7	11,5	12,0	11,5	9,2	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	1,8	2,7	2,3	1,9	1,3	1,8	1,6	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	3,3	1,3	2,1	3,0	3,7	4,2	4,1	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,5	0,8	0,8	0,5	1,0	0,4	1,2	0,9	.
Servicios	2,0	1,4	1,8	1,3	1,6	1,9	2,0	1,9	1,9	.
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales	-5,1	2,9	5,9	4,8	6,5	6,3	5,9	5,1	3,7	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	79,7	64,4	77,3	81,3	79,3	80,7	86,2	89,7
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,6	12,2	48,6	42,9	11,6	3,8	-2,5	-4,6	.

Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters.

1) La inflación medida por el IAPC de febrero de 2012 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 19 Principales componentes del IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

incrementaron, pero en menor medida que los de los alimentos elaborados (1,8% en 2011, en comparación con el 1,3% de 2010 y el 0,2% de 2009).

Excluidos la energía y los alimentos, la tasa media de inflación medida por el IAPC fue más elevada en 2011 que en 2010, debido a una serie de factores externos e internos. La inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos continuó su tendencia al alza, como resultado de una cierta transmisión de la anterior depreciación del tipo de cambio y de las subidas de los precios de las materias primas, así como de los impuestos indirectos. Además, las tasas de variación interanual de este componente fueron bastante volátiles, como consecuencia del nuevo Reglamento sobre el tratamiento de los productos estacionales en el IAPC, que afectó, en particular, al subcomponente de bienes de consumo semiduradero (prendas de vestir, productos textiles, libros, etc.).

En consonancia con la evolución del crecimiento de los salarios, la inflación de los precios de los servicios aumentó considerablemente en el primer semestre de 2011, antes de estabilizarse

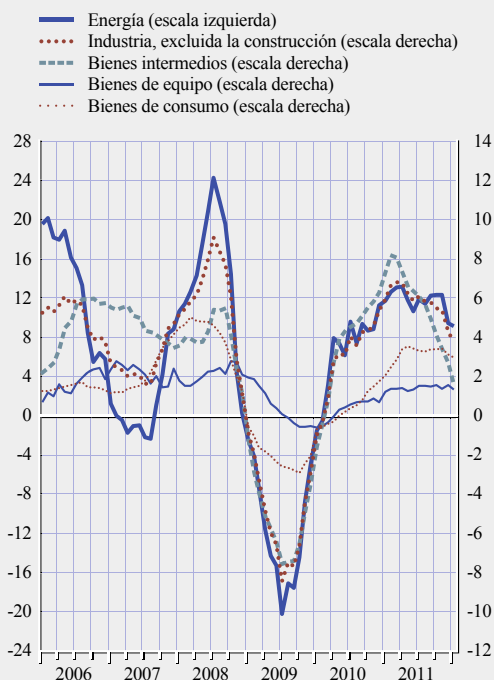
en torno al 2% hacia finales de año. Este patrón se observó en todos los subcomponentes principales de los servicios, salvo en los de comunicación.

LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES SE REDUJO EN 2011

Debido fundamentalmente al aumento de la demanda de materias primas a escala internacional, las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción se intensificaron de forma constante desde el mínimo observado en el verano de 2009 hasta mediados de 2011. En consecuencia, la inflación de los precios industriales se incrementó a finales de 2010 y en el primer semestre de 2011, y se redujo después, principalmente como reflejo del impacto de las fluctuaciones de los precios de las materias primas. En promedio, los precios industriales (excluida la construcción) crecieron un 5,9% en la zona del euro en 2011, en comparación con el 2,9% de 2010 y con una caída del 5,1% en 2009 (véase gráfico 20). La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía se situó en el 11,9%, en comparación con el 6,4% de 2010 y con una disminución del 11,8% en 2009.

Gráfico 20 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Si se excluyen la construcción y la energía, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales también fue más elevada que en años anteriores (3,8% en 2011, en comparación con el 1,6% en 2010 y con una reducción del 2,9% en 2009). La disminución de las presiones sobre los precios durante la segunda mitad del año fue más evidente en las primeras etapas del proceso de fijación de precios (los precios de producción de los bienes intermedios) que en

las etapas posteriores (precios industriales de los bienes de consumo).

LOS INDICADORES DE COSTES LABORALES AUMENTARON GRADUALMENTE EN 2011

Como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados de trabajo en la primera mitad del año, los costes laborales aumentaron paulatinamente en 2011. La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se elevó de manera continuada durante el año, alcanzando una media del 2% en el conjunto de 2011, frente al 1,7% de 2010 (véase cuadro 2). La recuperación gradual de este indicador, que recoge el principal componente de los salarios acordados previamente en los convenios colectivos, puede ser reflejo de una respuesta retardada de los acuerdos contractuales a la mejora de la situación de los mercados de trabajo, que reforzó el poder de negociación de los trabajadores, siendo posible que el incremento de la inflación que se produjo a finales de 2010 también desempeñara cierto papel.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora también se incrementó en 2011, contrariamente a lo observado en 2010. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en torno al 2,4% en los tres primeros trimestres de 2011, un aumento considerable con respecto a la tasa media del 1,6% registrada en 2010. Dado que el crecimiento de la productividad del trabajo por asalariado fue sensiblemente menor que el de la remuneración por asalariado, los costes laborales unitarios se elevaron de manera acusada.

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2011	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Salarios negociados	2,6	1,7	2,0	1,6	2,0	1,9	2,1	2,0
Costes laborales totales por hora	2,7	1,6	.	1,7	2,5	3,2	2,7	.
Remuneración por asalariado	1,4	1,6	.	1,6	2,4	2,5	2,4	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	-2,5	2,4	.	1,9	2,2	1,3	1,0	.
Costes laborales unitarios	4,0	0,8	.	-0,3	0,2	1,2	1,3	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DESCENDIÓ

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en el IAPC, aumentaron un 1%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2011 (1,1%, en promedio, en 2010). Por lo tanto, la tasa de crecimiento se mantuvo muy por debajo de la media del 4,5% observada entre 1999 y 2010 (véase gráfico 21). En el citado trimestre, el índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se situaba un 1,1% por debajo del máximo registrado en el segundo trimestre de 2008.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Los datos procedentes de Consensus Economics, el Barómetro de la Zona del Euro y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) indican que las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) basadas en las encuestas se situaron en un nivel próximo al 2%. Los indicadores basados en el mercado, como las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados a la inflación y los tipos de interés comparables de los *swaps* indicados a la inflación, también evolucionaron de

forma plenamente acorde con la definición de estabilidad de precios del Consejo de Gobierno.

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

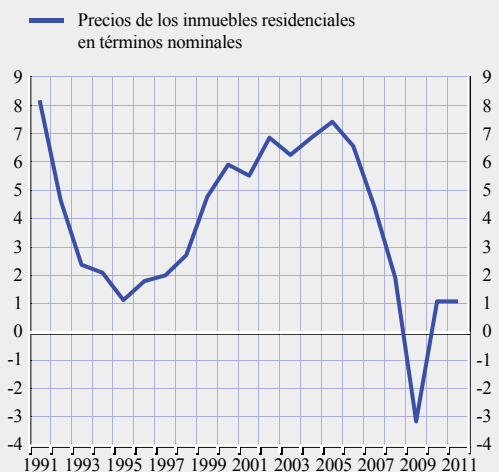
DESCENSO DEL RITMO DE CRECIMIENTO EN 2011

Tras la recuperación experimentada en 2010, el crecimiento del PIB real se ralentizó en 2011. El PIB real creció a una tasa interanual del 1,5% en 2011, frente al 1,9% de 2010 (véase cuadro 3). El patrón de crecimiento del PIB en 2011 se vio afectado fundamentalmente por la inversión y por las exportaciones. Aunque la contracción del crecimiento registrada en el segundo semestre de 2011 fue bastante generalizada en todos los componentes del gasto, la inversión y las exportaciones fueron los componentes que más influyeron a la hora de configurar el perfil de crecimiento, ya que registraron las desaceleraciones más pronunciadas.

En lo que respecta a la evolución intertrimestral, el PIB real de la zona del euro creció un 0,8% en el primer trimestre de 2011, frente al 0,3% del cuarto trimestre de 2010. No obstante, en el primer trimestre, el crecimiento se vio afectado por varios factores especiales, por lo que se esperaba para el segundo trimestre una acusada desaceleración en el ritmo de la recuperación, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,2%. Aunque el PIB siguió creciendo en el tercer trimestre de 2011 (0,1%), ya se observaban señales de que los riesgos a la baja identificados anteriormente se estaban materializando. Estos riesgos, que incluían una contracción del ritmo de crecimiento de la demanda mundial y los desfavorables efectos sobre las condiciones generales de financiación resultantes de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, se reflejaron en el deterioro de los resultados de las encuestas de opinión. La primera estimación de Eurostat para el cuarto trimestre sitúa el crecimiento en el -0,3%, en tasa intertrimestral. No se dispone aún de una desagregación, pero la información disponible apunta a una evolución débil de la actividad industrial (incluida la construcción),

Gráfico 21 Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual, datos anuales)



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

Nota: Los datos relativos a 2011 corresponden al periodo hasta el tercer trimestre.

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2009	2010	2011	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Producto interior bruto real	-4,3	1,9	1,5	2,0	2,4	1,6	1,3	0,7	0,3	0,8	0,2	0,1	-0,3
<i>Del cual:</i>													
Demanda interna ³⁾	-3,7	1,1	.	1,5	1,6	0,7	0,4	.	0,2	0,5	-0,2	-0,1	.
Consumo privado	-1,2	0,9	.	1,1	0,9	0,2	0,0	.	0,3	0,0	-0,5	0,2	.
Consumo público	2,5	0,6	.	-0,1	0,5	0,1	0,0	.	0,0	0,2	-0,1	-0,1	.
Formación bruta de capital fijo	-12,0	-0,6	.	1,3	3,6	1,6	1,3	.	-0,4	1,8	-0,1	-0,1	.
Variación de existencias ^{3),4)}	-0,9	0,5	.	0,7	0,3	0,3	0,1	.	0,1	0,0	0,2	-0,1	.
Demanda exterior neta ³⁾	-0,6	0,8	.	0,5	0,8	0,9	0,9	.	0,1	0,3	0,3	0,2	.
Exportaciones ⁵⁾	-12,8	11,5	.	12,0	10,4	6,8	5,8	.	1,5	1,8	1,2	1,2	.
Importaciones ⁵⁾	-11,7	9,7	.	11,2	8,5	4,6	3,7	.	1,3	1,1	0,5	0,8	.
Valor añadido bruto real													
<i>Del cual:</i>													
Industria, excluida construcción	-13,3	6,6	.	6,7	5,7	4,2	3,5	.	1,3	1,2	0,6	0,3	.
Construcción	-6,8	-4,4	.	-2,9	0,7	-0,8	-0,6	.	-1,2	1,4	-0,2	-0,5	.
Services	-1,6	1,4	.	1,3	1,5	1,3	1,0	.	0,2	0,5	0,2	0,1	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos anuales se calculan a partir de cifras sin desestacionalizar. La segunda estimación de las cuentas nacionales realizada por Eurostat para el cuarto trimestre de 2011 (que incluye el detalle del gasto) se llevó a cabo después de la fecha en que se cerró la recepción de datos (2 de marzo de 2012).

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

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

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

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

5) Las importaciones y las exportaciones corresponden al comercio de bienes y servicios e incluyen también el que se realizan entre los países de la zona del euro.

mientras que el sector servicios parece haber resistido algo mejor.

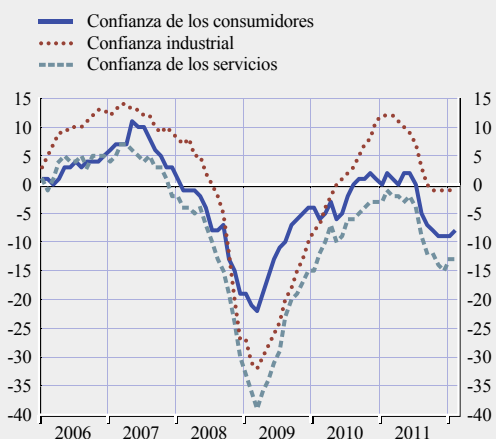
El crecimiento del consumo privado en 2011 fue menor que en 2010, cuando registró un aumento del 0,9%. Esta desaceleración parece deberse a un crecimiento más contenido del gasto en consumo de bienes y, en menor medida, de servicios. Los datos sobre matriculaciones de automóviles indican que las compras de vehículos disminuyeron en 2011, aunque de forma menos pronunciada que en el año anterior. La debilidad del consumo es coherente con la erosión de la renta real como consecuencia del aumento de la inflación. Por el contrario, el empleo creció en promedio en 2011, proporcionando cierto respaldo al crecimiento de la renta. La débil evolución de la renta en 2011 probablemente hay contribuido al nuevo descenso de la tasa de ahorro, ya que los hogares tuvieron que recurrir a sus ahorros. El indicador de confianza de los consumidores, que permite hacerse una idea razonablemente

exacta de la evolución tendencial del consumo, experimentó un fuerte deterioro en el segundo semestre de 2011, tras un período de estabilidad en los primeros seis meses del año. En diciembre de 2011, el indicador se situaba en el mismo nivel que en el otoño de 2009 (véase gráfico 22).

El crecimiento de la inversión fija total fue relativamente intenso en 2011 y, por lo tanto, mucho más elevado que en 2010, cuando la inversión se contrajo un 0,6%. No obstante, esta solidez es atribuible, en gran parte, a la enorme fortaleza del primer trimestre, que refleja el auge de la inversión en construcción, especialmente en relación con la vivienda. Ello, a su vez, debe considerarse un repunte tras el bajo nivel de actividad registrado como consecuencia del tiempo inusualmente frío de finales de diciembre de 2010 en algunos países de la zona del euro. El crecimiento de la inversión en construcción y de la inversión, excluida la construcción, sufrió una desaceleración a lo largo de 2011

Gráfico 22 Indicadores de confianza

(saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los datos se calculan como desviaciones respecto a la media del período 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.

El crecimiento interanual del consumo público fue, con toda probabilidad, ligeramente positivo en 2011 y, por consiguiente, menor que en 2010, cuando alcanzó una tasa del 0,6%. De confirmarse, esta sería la tasa interanual más baja registrada desde 1996. El bajo crecimiento refleja las nuevas medidas de consolidación presupuestaria adoptadas en varios países, medidas que tienen su origen, en particular, en la contención del gasto por retribuciones de empleados públicos, que representan alrededor de la mitad del consumo público total. Otros componentes del consumo público, como el gasto en consumo intermedio, también han aumentado de forma moderada, en vista de la necesidad de proceder a una consolidación.

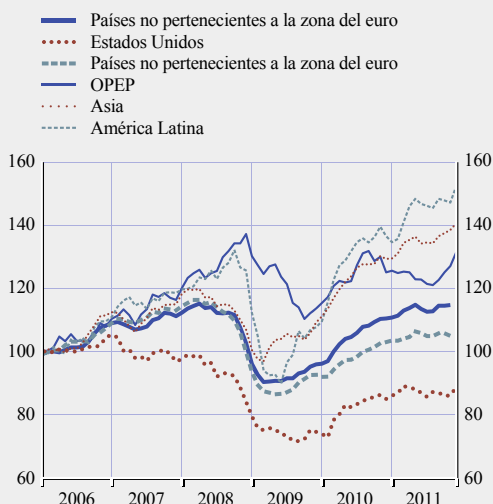
La contribución de las existencias al crecimiento probablemente ha sido limitada en 2011, lo que representaría una desaceleración de la tasa de acumulación de existencias en comparación con 2010, cuando este componente contribuyó en 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. En consonancia con la caída del crecimiento y el deterioro de las perspectivas de la actividad económica, la contribución de las existencias al

crecimiento total se tornó negativa, en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2011.

El comercio de la zona del euro continuó recuperándose en el año transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011. No obstante, el ritmo de expansión fue notablemente menor que el indicado por las tasas de crecimiento de dos dígitos registradas durante el mismo período del año anterior. Las exportaciones reales de bienes y servicios aumentaron un 5,8% en el año transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011, mientras que las importaciones reales crecieron un 3,7%. Durante este período, las exportaciones sobrepasaron constantemente a las importaciones, en tasa intertrimestral. Como resultado, las contribuciones de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB fueron positivas en cada trimestre, lo que favoreció la recuperación en la zona del euro durante el período analizado. En conjunto, la evolución del comercio durante los doce meses transcurridos hasta el tercer trimestre de 2011 fue, prácticamente, un reflejo de la dispar expansión de la economía mundial. El crecimiento tanto del comercio entre los países de la zona del euro como de las importaciones provenientes de terceros países fue bastante débil, debido a que la persistente crisis de la deuda soberana dejó sentir sus efectos sobre la demanda de la zona. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro, especialmente a Asia y a América Latina, fueron elevadas (véase gráfico 23), mientras que las que tuvieron como destino las economías más avanzadas—incluidos Estados Unidos y el Reino Unido— experimentaron un lento crecimiento. El aumento de las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro en el año transcurrido hasta el tercer trimestre de 2011 fue generalizado en las principales categorías de productos. En cambio, el moderado aumento de las importaciones en términos reales tuvo su origen, en gran medida, en el comportamiento de los bienes intermedios (que también se utilizan en el proceso de producción de los bienes exportados), mientras que las importaciones de bienes de consumo se redujeron, debido a

Gráfico 23 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

(índices: I 2006 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)

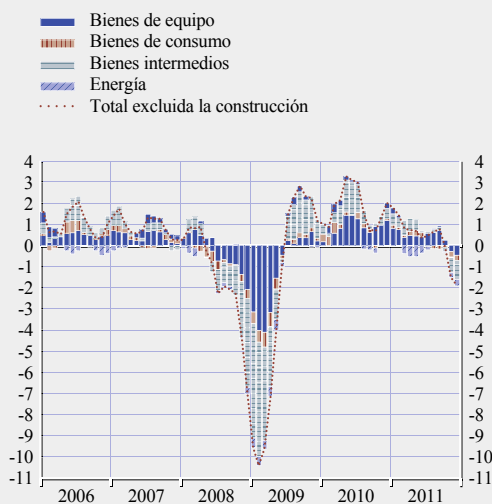


Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2011, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y de los países de la UE que no pertenecen a la zona (noviembre de 2011).

Gráfico 24 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

la debilidad del consumo privado en la zona del euro. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro en su conjunto se mantuvo en una posición próxima al equilibrio en 2011.

LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL AUMENTÓ DE NUEVO ANTES DE COMENZAR A REDUCIRSE

Desde una perspectiva sectorial, el mayor incremento del producto en 2011 se registró en la industria. En promedio, el valor añadido de este sector (excluida la construcción) aumentó en promedio un 4,5%, en tasa interanual, en los tres primeros trimestres del año, frente a un incremento del 6,6% en 2010. No obstante, el crecimiento perdió impulso a lo largo del año, en consonancia con la desaceleración del PIB, lo que también confirma la tasa de variación interanual de la cifra mensual de producción industrial (excluida la construcción), que descendió hasta casi el -1,6% en diciembre de 2011, desde el nivel cercano al 7% registrado en enero.

Entre los componentes de la producción industrial (excluida la construcción), los mayores incrementos

en 2011 se registraron en los bienes intermedios y de equipo, mientras que la producción de bienes de consumo fue más moderada (véase gráfico 24). Al mismo tiempo, la producción de energía se contrajo de forma acusada.

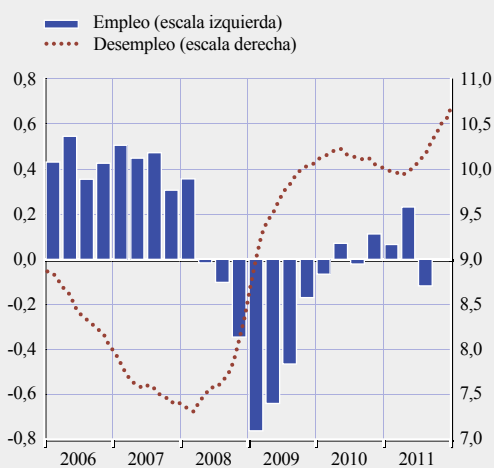
La producción de la construcción se contrajo de nuevo en 2011, tras un período de prolongada desaceleración. Tras registrar una retroceso del 4,4% en 2010, el valor añadido de la construcción se redujo, en promedio, un 0,2% en tasa interanual en los tres primeros trimestres de 2011. Durante el mismo período, la tasa de crecimiento interanual del valor añadido de los servicios se situó, en promedio, en el 1,3%, prácticamente sin variación con respecto a la cifra anual de 2010.

LAS MEJORAS EN EL MERCADO DE TRABAJO LLEGARON A SU FIN

El empleo, que había comenzado a recuperarse a finales de 2010, registró un crecimiento positivo, en tasa intertrimestral, en el primer semestre de 2011. Sin embargo, la tasa volvió a ser negativa

Gráfico 25 Evolución del mercado de trabajo

(tasa de crecimiento intertrimestral; porcentaje de la población activa; datos desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

en el tercer trimestre, con un descenso del 0,1% (véase gráfico 25). Los datos procedentes de las encuestas de opinión indican que la situación de fragilidad continuó en el cuarto trimestre de 2011. Desde una perspectiva sectorial, la mejora más destacable para el conjunto del año se registró en el sector servicios. El empleo en la industria (excluida la construcción) creció en menor medida. En 2011, el aumento fue mayor en términos de horas trabajadas que en número de personas ocupadas, especialmente a comienzos del año. Esta evolución debería considerarse simplemente como una corrección de la situación observada durante la crisis, ya que una gran parte del ajuste total del factor trabajo se produjo a través de una reducción del número de horas trabajadas y no mediante una reducción del número de personas ocupadas. En el recuadro 7 se analiza la evolución del mercado de trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos desde el inicio de la crisis financiera.

Recuadro 7

AJUSTE LABORAL EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS DESDE LA CRISIS

El inicio de la crisis financiera –y la consiguiente contracción de la actividad económica– tuvo un impacto significativo en los mercados de trabajo de la zona del euro y de Estados Unidos, provocando una acusada reducción del empleo y un aumento considerable del desempleo (véase gráfico A). Si bien las cifras recientes muestran que el deterioro general de la actividad fue bastante similar en ambas economías, con caídas del PIB real cercanas al 5%, desde el máximo hasta el mínimo cíclico, los ajustes realizados en los mercados de trabajo parecen haber sido algo más acusados e importantes en Estados Unidos que en la zona del euro¹. Ello se debe, en cierta medida, a la mayor concentración de pérdidas de actividad en los sectores intensivos en trabajo (como la construcción y las finanzas) en Estados Unidos y a un atesoramiento mayor del trabajo en la zona del euro. Este recuadro se centra en el ajuste del factor trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos desde el inicio de la crisis, y destaca las principales diferencias observadas en el proceso de ajuste.

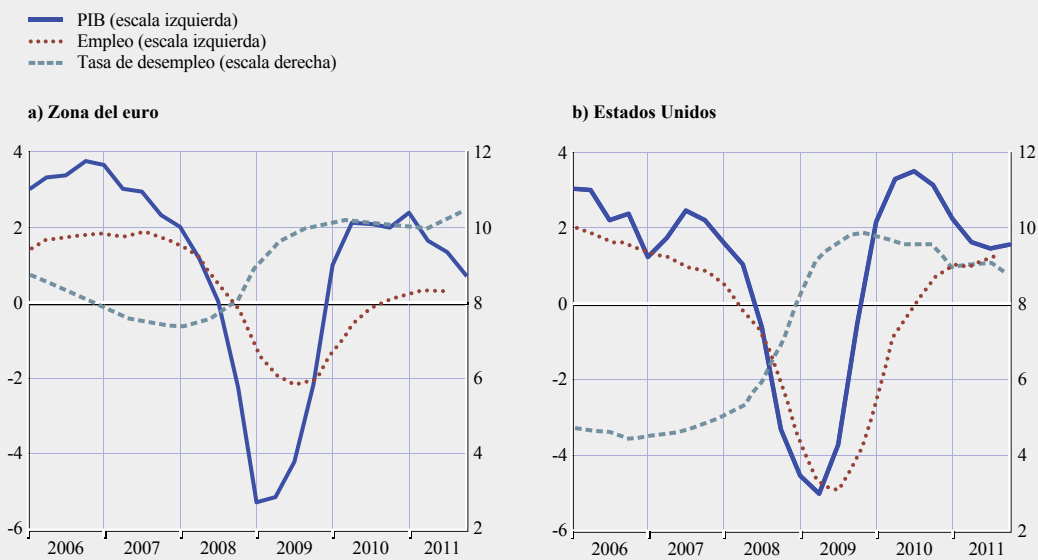
Dinámica del mercado de trabajo desde la crisis

En el gráfico B se sincronizan los ajustes cíclicos observados en las dos economías en relación con la primera contracción intertrimestral del PIB en 2008, para poner de manifiesto las diferencias en las sendas y mecanismos de ajuste utilizados en las dos economías.

¹ Para obtener información sobre las diferencias metodológicas en las cifras de empleo de la zona del euro y de Estados Unidos, véase el artículo titulado «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2005.

Gráfico A Evolución del PIB, del empleo y del desempleo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación interanual; tasa de desempleo en porcentaje de la población activa)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011, salvo en el caso del empleo en la zona del euro que corresponde al tercer trimestre de 2011.

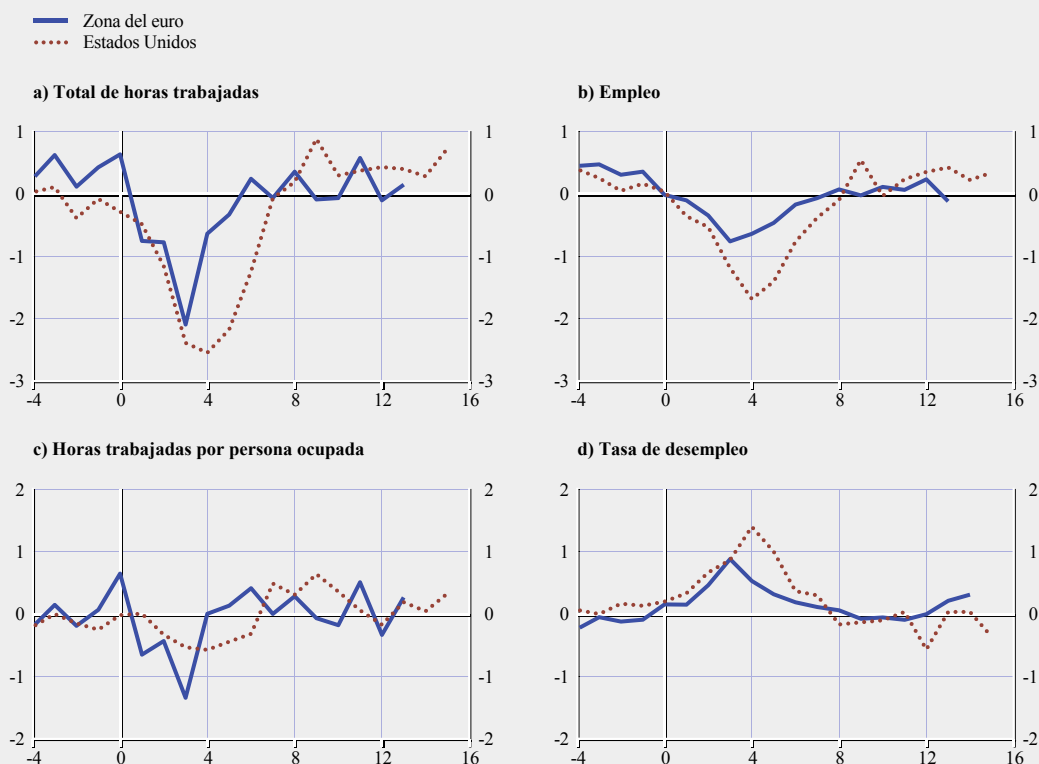
El inicio de la recesión (punto «0» en cada componente del gráfico B) provocó un fuerte descenso del total de horas trabajadas en ambas economías, ya que las empresas ajustaron el factor trabajo a tenor de la caída de los pedidos y de la menor demanda agregada. En Estados Unidos, la desaceleración de la actividad dio lugar a un rápido ajuste del empleo y, por consiguiente, a un incremento de la tasa de desempleo, un proceso que continuó hasta principios de 2010. En la zona del euro, por el contrario, el empleo y el desempleo se vieron protegidos, en cierta medida, frente al pleno impacto de la fuerte caída del PIB por un recurso bastante intenso al ajuste de las horas trabajadas por persona ocupada. Si bien es probable que la relativamente elevada protección del empleo en la zona del euro haya contribuido de forma importante a frenar una parte del ajuste en los mercados de trabajo, otra parte de este menor ajuste se debe también, indudablemente, a los planes de reducción de jornada (apoyados con frecuencia por los Gobiernos) que se aplicaron de forma generalizada en muchos países (sobre todo, Alemania, Bélgica e Italia).

Durante la recesión, el empleo registrado de la zona del euro cayó unos 3,8 millones (es decir, un 2,6%), mientras que en Estados Unidos se perdieron más de 8 millones de empleos (aproximadamente un 6%). Las distintas respuestas del empleo y de las horas trabajadas en las dos economías condujeron a un aumento mucho más lento del desempleo registrado en la zona del euro, aunque partiendo de un nivel inicial más elevado y a pesar de la dinámica tan diferente de la oferta de mano de obra². Concretamente, durante el tiempo que duró la crisis la tasa de desempleo de la zona del euro pasó de situarse justo por debajo del 7,4% en el primer trimestre de 2008 al 10,2%, en el segundo trimestre de 2010. Mientras tanto, en

² En la zona del euro, el crecimiento de la población activa se estancó, en gran medida, tras el inicio de la recesión, lo que puede atribuirse casi por igual a una desaceleración del crecimiento, tanto de la población como de la tasa de actividad. En Estados Unidos, por el contrario, la población activa se contrajo en torno al 0,5%, debido principalmente al fuerte descenso de la tasa de actividad, mientras que el crecimiento de la población solo se redujo ligeramente.

Gráfico B Evolución del empleo, de las horas trabajadas y del desempleo en la zona del euro y en Estados Unidos

(tasas de variación intertrimestral; variación intertrimestral en puntos porcentuales de la tasa de desempleo)



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

Notas: 0 en el eje de abscisas representa el primer trimestre de contracción del PIB en cada economía (primer trimestre de 2008 en Estados Unidos y segundo trimestre de 2008 en la zona del euro). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011, salvo en el caso del empleo y de las horas trabajadas en la zona del euro que corresponden al tercer trimestre de 2011.

Estados Unidos dicha tasa aumentó desde el 4,4%, en vísperas de la crisis, hasta un máximo del 10% en el último trimestre de 2009.

El mercado de trabajo cobró impulso algo más rápidamente en la zona del euro que en Estados Unidos

Desde la recesión, y a pesar de la moderación de los ajustes registrados durante la crisis, los mercados de trabajo de la zona del euro parecen haber respondido con una rapidez ligeramente mayor a la recuperación de la actividad que el de Estados Unidos, pues tanto las horas trabajadas (sobre todo las horas por persona ocupada) como el empleo retornaron a un crecimiento positivo con una rapidez algo mayor en la zona del euro que en Estados Unidos, pese a que en este país la actividad se recuperó con mayor celeridad. Esto puede deberse, en parte, a que la contracción que se observó en Estados Unidos fue ligeramente más prolongada que en la zona del euro, donde la recesión duró un trimestre más. No obstante, también refleja el uso algo más intensivo de los trabajadores que se incorporaban a la población activa en Estados Unidos tras la recuperación de la actividad, que dio lugar a un fuerte aumento de la productividad del trabajo a raíz de la recesión³.

³ Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la productividad sectorial en la zona del euro y en Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011.

Hasta mediados de 2011, los mercados de trabajo mostraron señales de mejora en ambas economías, empezando a aumentar las horas de trabajo y el empleo –aunque solo gradualmente– y reduciéndose el desempleo levemente. En general, en la zona del euro se han creado aproximadamente 900.000 empleos (es decir, un 0,6% del total) desde el mínimo cíclico, mientras que en Estados Unidos se han creado en torno a 2 millones de empleos (un 1,5%). En cierta medida, la menor creación de empleo en la zona del euro tras las crisis es consecuencia lógica del mayor grado de atesoramiento del empleo registrado durante la recesión. Por consiguiente, tras la recesión, la tasa de paro de la zona siguió siendo elevada, alcanzando el 10,4% en el cuarto trimestre de 2011. Mientras tanto, en Estados Unidos, la tasa de desempleo se redujo casi un punto porcentual, hasta el 8,7% en el mismo trimestre.

El desempleo de larga duración se incrementó a ambos lados del Atlántico

El aumento de la duración del desempleo desde que se inició la crisis es una característica común a ambos lados del Atlántico. Una mayor duración del paro puede generar un fuerte deterioro tanto del capital humano como de la vinculación al mercado de trabajo, lo que puede tener, a su vez, consecuencias perjudiciales para el crecimiento potencial a largo plazo de una economía. Habitualmente, el porcentaje de paro de larga duración es mucho más bajo en Estados Unidos que en la zona del euro, de tal modo que en Estados Unidos el porcentaje de parados durante más de seis meses suele alcanzar un máximo cercano a 25% después de cualquier recesión, frente al 65% del total, aproximadamente, en la zona del euro. Sin embargo, en Estados Unidos este porcentaje ha crecido considerablemente durante la última recesión y se ha situado en el 40% desde principios de 2010, aunque sigue situándose 20 puntos porcentuales por debajo del de la zona del euro. Este incremento se debe en parte, indudablemente, a la gravedad de la recesión y a la falta de nuevas posibilidades de empleo en un mercado laboral que sigue estando deprimido, pero también podría estar relacionado parcialmente con la ampliación, a partir de junio de 2008, del período con derecho a prestaciones por desempleo, de 26 a 99 semanas⁴. Al mismo tiempo, es posible que la persistente brecha en las tasas de desempleo de larga duración refleje diferencias institucionales más amplias en los mercados de trabajo de la zona del euro y de Estados Unidos.

La reciente recesión se cobró un alto precio en los mercados de trabajo de ambos lados del Atlántico, estando las tasas de utilización del factor trabajo aún muy alejadas de los niveles registrados antes de la crisis. El deterioro de estos mercados fue especialmente importante en Estados Unidos. Es probable que el crecimiento del empleo mantenga su debilidad durante algún tiempo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las mejoras a largo plazo en los mercados de trabajo de la zona del euro puede que dependan, en gran medida, de la capacidad de seguir reestructurándose, con el fin de favorecer la innovación y la aplicación de prácticas de trabajo eficientes, potenciando con ello el empleo en el largo plazo. Es posible que se necesiten nuevas reformas en la zona del euro para ayudar a moderar los flujos de entrada y salida del mercado de trabajo, sobre todo para los jóvenes recién incorporados a la población activa, que hasta el momento se han visto afectados por la crisis de manera desproporcionada, así como para el creciente número de parados de larga duración.

4 Está ampliamente aceptada la idea de que la ampliación del período para percibir las prestaciones por desempleo prolonga la duración del período de búsqueda de empleo, aunque las estimaciones varían considerablemente. Si nos centramos en el último episodio, Daly, Hobijn y Valletta llegan a la conclusión de que es probable que el hecho de que se haya ampliado considerablemente la duración máxima de las prestaciones del seguro de desempleo en Estados Unidos haya contribuido solo de forma moderada al aumento de la duración del paro registrado en Estados Unidos desde 2008 (véase M. Daly, B. Hobijn y R. Valletta, «The recent evolution of the natural rate of employment», *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n.º 2011-05, septiembre de 2011). Para este episodio, las significativas caídas del empleo observadas en algunos sectores y el consiguiente desajuste entre las cualificaciones de los trabajadores y las ofertas de empleo, así como la limitada movilidad geográfica debida al estallido de la burbuja del mercado inmobiliario en Estados Unidos, pueden haber sido factores que han contribuido más.

Dado que la evolución del mercado de trabajo tiende a presentar un desfase con respecto a la evolución cíclica en general, el crecimiento del empleo en 2011 fue más vigoroso que en 2010, lo que, sumado a la desaceleración del crecimiento del PIB, supone que el aumento de la productividad por persona ocupada fue menor en 2011. El crecimiento de la productividad, en tasa interanual, se redujo del 2,2% observado en el primer trimestre de 2011 al 1% del tercer trimestre. Este descenso fue generalizado en todos los sectores. El crecimiento total de la productividad, medido por el número de horas trabajadas, también se redujo, aunque en menor medida.

Tras tocar fondo en abril de 2011, la tasa de paro volvió a aumentar, sobrepasando el máximo anterior registrado en mayo de 2010 (véase gráfico 25). En diciembre de 2011,

esta tasa se situaba en el 10,6%, es decir, 0,7 puntos porcentuales por encima del mínimo observado en abril.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

En la zona del euro, la crisis económica y financiera derivó en una crisis de deuda soberana, con graves repercusiones en la confianza. Como consecuencia de la preocupación de los mercados acerca del sector bancario y del aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas macroeconómicas, la confianza en la sostenibilidad de la deuda pública se deterioró y los rendimientos de la deuda pública se incrementaron considerablemente en muchos países. La crisis también afectó a los activos y pasivos financieros del sector público (para más detalles, véase el recuadro 8).

Recuadro 8

ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO DE LA ZONA DEL EURO

La sostenibilidad de la deuda pública se ha convertido en una cuestión fundamental para los mercados financieros y para los responsables de la política económica. Desde el punto de vista de la solvencia, es decir, al valorar la sostenibilidad de la deuda pública, es importante tener en cuenta tanto los pasivos como los activos del sector público. En este recuadro se argumenta que centrar la atención únicamente en la deuda pública bruta puede proporcionar una imagen incompleta, ya que, en cierta medida, los activos constituyen un colchón de seguridad y, en principio, los Gobiernos podrían vender sus activos para amortizar deuda. Además, en algunos casos, el aumento de los pasivos del sector público está asociado a un incremento simultáneo de los activos de este sector, por ejemplo cuando se inyecta capital en una institución financiera del sector privado que ha sido financiado mediante la emisión de deuda.

En este aspecto, los activos financieros representan la contrapartida más importante de los pasivos financieros. El valor de los activos no financieros en poder del sector público suele ser muy superior al de los activos financieros. No obstante, son difíciles de valorar, pueden ser menos líquidos y se dispone de pocos datos comparables. El grado de liquidez, es decir, la facilidad con la que el Gobierno podría vender o liquidar activos financieros o no financieros, constituye un aspecto esencial. Ciertamente, el valor de los activos financieros públicos puede variar con el tiempo en función de las condiciones en los mercados financieros, y la percepción de que hay una necesidad urgente de vender activos puede reducir la rentabilidad. En concreto, con frecuencia resulta difícil determinar el valor de los activos financieros adquiridos en el contexto de una crisis financiera. Además, la privatización de empresas públicas puede llevar tiempo y una parte de los activos públicos puede estar en manos de fondos de

pensiones públicos y se corresponden con los pasivos de estos fondos frente a sus partícipes. Estas reservas sugieren que se ha de proceder con mucha cautela al calcular la posición financiera neta del sector público, ya que los activos y pasivos financieros de este sector suelen tener características diferentes, y es posible que el cálculo de la posición neta total no esté justificado¹. Además, al valorar los riesgos potenciales para la sostenibilidad de las finanzas públicas es necesario tomar debidamente en consideración los activos y pasivos fuera de balance. Debido a los problemas que conlleva calcular el valor de los activos públicos, se ha de ser especialmente prudente al realizar una comparación entre países de la posición presupuestaria neta de las Administraciones Públicas.

Los pasivos financieros del sector público incluyen préstamos recibidos, valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas y otros instrumentos, como derivados financieros. Los activos financieros públicos incluyen efectivo y depósitos, préstamos otorgados por el sector público, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, y otras cuentas pendientes de cobro. Dado que en las cuentas nacionales estos instrumentos figuran en el balance de las Administraciones Públicas, se contabilizan a valor de mercado, de conformidad con el SEC 95.

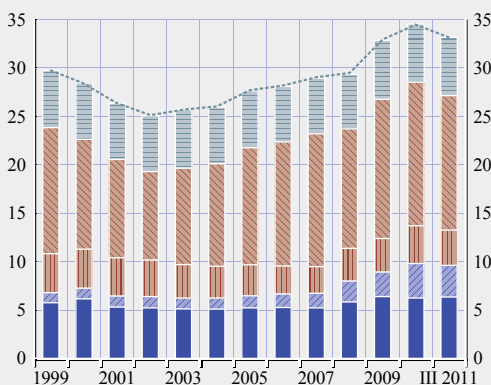
Los Gobiernos de la zona del euro han acumulado activos financieros de forma continuada (véase gráfico A). En el tercer trimestre de 2011, el valor de mercado de los activos financieros totales en poder de los Gobiernos de la zona del euro se situaba, en base consolidada, en

¹ Para más detalles, véase D. Hartwig Lojsch, M. Rodríguez-Vives y M. Slavik, «The size and composition of government debt in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 132, BCE, octubre de 2011.

Gráfico A Composición de los activos financieros del sector público de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

- Efectivo y depósitos
- Préstamos
- Otras cuentas pendientes de cobro
- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones
- Activos financieros totales

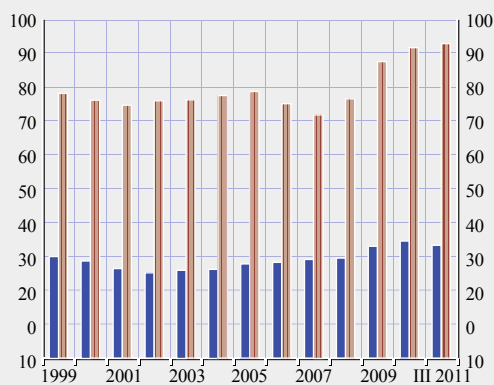


Fuente: Cálculos del BCE (basados en Eurostat y en datos nacionales).

Gráfico B Activos y pasivos financieros del sector público de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

- Activos financieros
- Pasivos financieros



Fuente: Cálculos del BCE (basados en Eurostat y en datos nacionales).

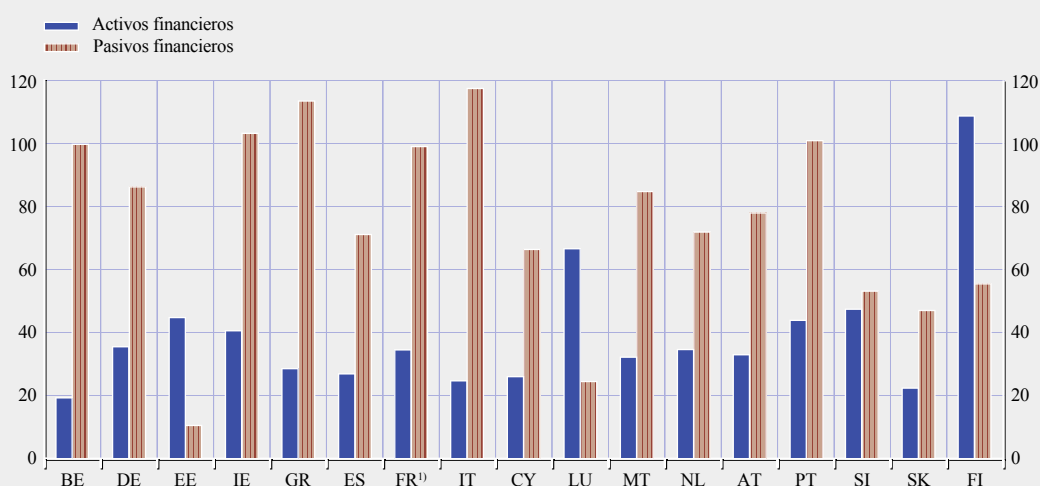
el 33,3% del PIB. Para la zona del euro en su conjunto, el valor de mercado de los activos financieros del sector público representaba más de una tercera parte del valor de mercado de los pasivos del sector, que ascendía al 92,9% del PIB en ese mismo período (véase gráfico B). En el periodo transcurrido entre el comienzo de la crisis financiera en el otoño de 2008 y el tercer trimestre de 2011, los Gobiernos habían adquirido activos financieros por un importe cercano al 4,2% del PIB. Durante ese período, el aumento de los valores distintos de acciones reflejó las adquisiciones netas de valores emitidos por instituciones financieras por parte de los Gobiernos de la zona del euro y, en el caso de Alemania, principalmente la compra de activos en relación con la creación de FMS Wertmanagement, una sociedad pública de liquidación clasificada en el sector de Administraciones Públicas. El incremento del efectivo y los depósitos es atribuible al fortalecimiento de las reservas de efectivo resultante de los colchones de liquidez que se acumularon durante la crisis financiera, aunque también pueden incluir el efectivo y los depósitos que mantienen las sociedades públicas de liquidación. De igual modo, el crecimiento de las acciones y otras participaciones tiene su origen en las inyecciones de capital que se efectuaron en las instituciones financieras en dificultades en muchos países², o en las inversiones de cartera, especialmente por parte de los fondos ligados a la Seguridad Social caracterizados por importantes tenencias de activos.

Los datos correspondientes al tercer trimestre de 2011 que se presentan en el gráfico C muestran que la mayor parte de los países de la zona del euro acumularon activos financieros con un valor de mercado bastante por encima del 20% del PIB. En particular, Estonia, Irlanda, Portugal y Eslovenia disponían de activos por un valor superior al 40% del PIB a finales del citado trimestre, mientras que Finlandia y Luxemburgo, que tradicionalmente cuentan con muchos activos, tenían

2 En el caso de Irlanda, refleja inyecciones de capital en Anglo Irish Bank, Allied Irish Bank y Bank of Ireland, en el de Países Bajos, la recapitalización de Fortis, ABN AMRO e ING, y en el de Bélgica, la recapitalización de Fortis, Dexia y KBC.

Gráfico C Activos y pasivos financieros del sector público de los países de la zona del euro en el tercer trimestre de 2011

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del BCE (basados en Eurostat y en datos nacionales).

Nota: Los datos de saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y en los tres trimestres anteriores.

1) Los datos de Francia corresponden al cuarto trimestre de 2010.

activos equivalentes aproximadamente al 111% y al 68% del PIB, respectivamente. El valor de mercado de los pasivos financieros del sector público oscilaba entre el 11% del PIB en Estonia y el 121% del PIB en Italia en el mismo período.

En resumen, los activos financieros públicos constituyen un indicador complementario de utilidad para analizar la solvencia del sector público. La disponibilidad de activos financieros públicos puede desempeñar, en principio, un destacado papel en la reducción de la deuda pública bruta, pero esto no debe ser, por sí mismo, un motivo que justifique la privatización. Antes bien, la privatización de determinados activos públicos debería guiarse por su contribución a la mejora de la eficiencia económica general y de las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo. En algunos casos, esta mejora requerirá que la privatización vaya acompañada de una reforma regulatoria que garantice un entorno competitivo. Además, se ha de tener presente que los ingresos procedentes de privatizaciones podrían ser reducidos en el débil contexto macroeconómico actual, lo que limitaría su impacto favorable sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Al mismo tiempo, como los activos y pasivos financieros del sector público suelen tener características diferentes, centrar la atención únicamente en la deuda pública neta podría inducir a error. En particular, es necesario efectuar supuestos sobre los precios, la liquidez o la posibilidad de colocar los activos públicos. Como establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el concepto de deuda pública bruta contabilizada a su valor nominal sigue siendo el elemento clave a efectos de la vigilancia presupuestaria en la UE.

La crisis ha mostrado que un requisito indispensable para la estabilidad macroeconómica y financiera general, así como para el correcto funcionamiento de la Unión Monetaria, es asegurar la solidez de las finanzas públicas. En respuesta a la crisis de la deuda soberana y a los efectos de contagio negativos, y con el fin de recuperar su credibilidad, varios países, incluidos los más afectados por la crisis, aplicaron medidas de consolidación fiscal y reformas estructurales, y fortalecieron sus marcos presupuestarios nacionales. Asimismo, tras la adopción del marco reforzado de gobernanza económica de la UE, se han tomado distintas medidas a escala europea para seguir mejorando la gobernanza de las finanzas públicas.

CONSOLIDACIÓN FISCAL EN 2011

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, el déficit agregado de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuyó significativamente en 2011, hasta el 4,1% del PIB, frente al 6,2% de 2010, (véase cuadro 4). La reducción del déficit presupuestario estuvo impulsada por las medidas de consolidación adoptadas (principalmente, recortes de la inversión y el

empleo públicos, y subidas de los impuestos indirectos), así como por una evolución positiva de los ingresos atribuible a unas condiciones cíclicas más favorables. En 2011, los ingresos totales y el gasto total del sector público se situaron en el 45,3% y en el 49,4% del PIB, respectivamente, tras haber alcanzado el 44,7% y el 50,9% el año anterior.

Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, la ratio media de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB se incrementó de nuevo, desde el 85,6% registrado en 2010 hasta el 88% de 2011, como consecuencia de los elevados déficits. A finales de 2011, los ratios de deuda se situaban por encima del valor de referencia del 60% del PIB en doce de los 17 países de la zona del euro.

En el caso de algunos países, las previsiones presupuestarias de la Comisión Europea de otoño de 2011 fueron más favorables que las presentadas en los programas de estabilidad actualizados de abril de 2011 (véase cuadro 4). Sin embargo, en la mayoría de los países los déficits registrados fueron mayores de lo

Cuadro 4 Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países que la integran

(en porcentaje del PIB)

	Superávit (+)/déficit (-) de las Administraciones Públicas				Deuda bruta de las Administraciones Públicas			
	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad 2011	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad 2011
	2009	2010	2011		2009	2010	2011	
Bélgica	-5,8	-4,1	-3,6	-3,6	95,9	96,2	97,2	97,5
Alemania	-3,2	-4,3	-1,3	-2,5	74,4	83,2	81,7	82,0
Estonia	-2,0	0,2	0,8	-0,4	7,2	6,7	5,8	6,0
Irlanda	-14,2	-31,3	-10,3	-10,6	65,2	94,9	108,1	-
Grecia	-15,8	-10,6	-8,9	-7,8	129,3	144,9	162,8	-
España	-11,2	-9,3	-6,6	-6,0	53,8	61,0	69,6	67,3
Francia	-7,5	-7,1	-5,8	-5,7	79,0	82,3	85,4	84,6
Italia	-5,4	-4,6	-4,0	-3,9	115,5	118,4	120,5	-
Chipre	-6,1	-5,3	-6,7	-4,0	58,5	61,5	64,9	61,6
Luxemburgo	-0,9	-1,1	-0,6	-1,0	14,8	19,1	19,5	17,5
Malta	-3,7	-3,6	-3,0	-2,8	67,8	69,0	69,6	67,8
Países Bajos	-5,6	-5,1	-4,3	-3,7	60,8	62,9	64,2	64,5
Austria	-4,1	-4,4	-3,4	-3,9	69,5	71,8	72,2	73,6
Portugal	-10,1	-9,8	-5,8	-5,9	83,0	93,3	101,6	101,7
Eslovenia	-6,1	-5,8	-5,7	-5,5	35,3	38,8	45,5	43,3
Eslovaquia	-8,0	-7,7	-5,8	-4,9	35,5	41,0	44,5	44,1
Finlandia	-2,5	-2,5	-1,0	-0,9	43,3	48,3	49,1	50,1
Zona del euro	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	79,8	85,6	88,0	-

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, actualización de abril de 2011 de los programas de estabilidad y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Se han utilizado las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 para poder efectuar una comparación entre los distintos países y porque los resultados presupuestarios para 2011 que elabora Eurostat no estaban disponibles en el momento que se preparó este gráfico. Se presentan los objetivos del programa de asistencia financiera de la UE y el FMI para Irlanda, Grecia y Portugal y, en el caso de Italia, los objetivos revisados en septiembre de 2011.

esperado, como ocurrió, en particular, en Grecia, España, Chipre, Países Bajos y Eslovaquia. Por lo que respecta a los países acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, Grecia e Irlanda experimentaron desequilibrios presupuestarios especialmente severos en 2011, mientras que la situación de las finanzas públicas de Portugal mejoró sensiblemente en el mismo período, debido, en cierta medida, a una importante operación de carácter temporal. El breve análisis de la evolución presupuestaria reciente que figura a continuación se limita a los países incluidos en un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI.

PAÍSES ACOGIDOS A UN PROGRAMA DE LA UE Y EL FMI

En Grecia, la dificultad en la aplicación de nuevas reformas estructurales, la inestabilidad del Gobierno y una situación económica peor de lo previsto influyeron negativamente en los resultados del programa de asistencia financiera

de la UE y el FMI. Las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 sitúan el déficit en el 8,9% del PIB en 2011. Las expectativas de incumplimiento del objetivo de déficit fijado para 2011 (7,8% del PIB) fueron consecuencia de una evolución macroeconómica peor que la esperada, del retraso en la aplicación de las medidas presupuestarias y las reformas estructurales, así como de cambios en el diseño de las medidas acordadas, que mermaron las posibilidades de reducción del déficit y que también pueden haber frenado la demanda interna. La sostenibilidad de las finanzas públicas en Grecia debería restablecerse combinando medidas de consolidación adicionales con la participación voluntaria del sector privado en la reducción de la carga de la deuda pública. En junio y octubre de 2011, el Gobierno griego presentó nuevas medidas de consolidación equivalentes a más del 14% del PIB hasta 2015. Por el lado de los ingresos, estas medidas afectaban a un amplio abanico de impuestos y tenían por objeto ampliar las bases imponibles

(mediante la reducción de las cuantías mínimas exentas y la supresión de exenciones fiscales) y mejorar el cumplimiento de las obligaciones tributarias. En cuanto al gasto, las iniciativas principales consistían en un recorte de los salarios públicos, de las pensiones y de otras prestaciones sociales, así como del consumo público no salarial. El 20 de febrero de 2012, el Eurogrupo aprobó la adopción de un paquete de medidas de política económica que conlleva una financiación adicional del sector oficial por importe de 130 mm de euros hasta finales de 2014, al tiempo que exige nuevos y ambiciosos esfuerzos de las autoridades griegas para reducir el gasto público.

En Irlanda, la aplicación del programa de ajuste económico en 2011 avanzó en consonancia con los objetivos originales. Las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 sitúan el déficit en el 10,3% del PIB en 2011. Se pusieron en marcha reformas fiscales estructurales y se creó un consejo consultivo, el Irish Fiscal Advisory Council, con el mandato de analizar las previsiones oficiales y de evaluar la idoneidad de la orientación de las finanzas públicas y la coherencia de los planes presupuestarios con las reglas fiscales. Se llevó a cabo una revisión exhaustiva del gasto público con el objeto de reducirlo y de mejorar la eficiencia del sector público. El Gobierno irlandés mantuvo su compromiso de cumplir los objetivos del programa de estabilidad y su comunicado sobre la estrategia fiscal a medio plazo publicado en noviembre de 2011, en el que se comprometía a continuar con la consolidación fiscal una vez finalizado el programa, con el fin de respetar el plazo, fijado en 2015, para corregir el déficit excesivo.

En Portugal, las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011 sitúan el déficit en el 5,8% del PIB en 2011, es decir, en la senda correcta para alcanzar el objetivo presupuestario del 5,9% del PIB fijado en el programa de asistencia financiera de la UE y el FMI. En respuesta a las desviaciones presupuestarias del objetivo para 2011 que se detectaron durante la aplicación del programa de

ajuste económico, el nuevo Gobierno introdujo medidas compensatorias adicionales, entre las que se incluía la aplicación de un impuesto extraordinario sobre la paga extra de Navidad y un incremento del IVA sobre el consumo de electricidad y gas. Además, en diciembre de 2011 produjo una transferencia extraordinaria de fondos de pensiones de los bancos privados al sistema de Seguridad Social, por un importe cercano al 3,5% del PIB. Como resultado se prevé que el déficit de 2011 se sitúe en torno al 4% del PIB, lo que está muy por debajo del objetivo.

INDICADORES AJUSTADOS DE CICLO

Como se muestra en el cuadro 5, los tres indicadores presupuestarios, que tienen en cuenta las condiciones cíclicas de la economía (esto es, el saldo y el saldo primario, ambos ajustados de ciclo, y el saldo estructural) confirman un notable esfuerzo de consolidación fiscal en el conjunto de la zona del euro en 2011. Concretamente, tanto el saldo ajustado de ciclo como el saldo primario ajustado de ciclo, que no incluye los efectos de los pagos de intereses, se incrementaron 1,8 y 1,9 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, en la zona del euro en dicho año. El saldo estructural de la zona (que excluye las medidas extraordinarias y temporales) aumentó 1 punto porcentual del PIB en ese mismo período. Estas cifras deben interpretarse con cautela porque las estimaciones en tiempo real del impacto cíclico en los saldos presupuestarios se caracterizan por llevar asociadas cierto grado de incertidumbre.

Todos los países de la zona del euro excepto Alemania, Estonia, Luxemburgo, Malta y Finlandia registraron un déficit superior al valor de referencia del 3% del PIB en 2011. Al final de año, catorce países de la zona estaban sujetos a un procedimiento de déficit excesivo, con unos plazos para reducir sus ratios de déficit por debajo del citado valor de referencia que abarcan desde el año 2011 en el caso de Malta hasta 2015 en el de Irlanda (véase cuadro 6). El procedimiento de déficit excesivo de

Cuadro 5 Variaciones del saldo ajustado de ciclo, del saldo primario ajustado de ciclo y del saldo estructural en la zona del euro y en los países que la integran

(en puntos porcentuales del PIB)

	Variación del saldo presupuestario ajustado de ciclo			Variación del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo			Variación del saldo presupuestario estructural		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Bélgica	-2,3	1,1	0,1	-2,5	0,9	0,0	-1,6	0,5	0,2
Alemania	-0,1	-2,3	2,2	-0,2	-2,5	2,1	-0,6	-1,0	1,1
Estonia	5,6	1,6	-1,5	5,6	1,5	-1,4	3,9	0,7	-0,1
Irlanda	-4,6	-17,4	20,2	-4,0	-16,3	20,7	-2,6	0,1	0,6
Grecia	-4,6	6,4	3,4	-4,4	6,9	4,6	-5,6	6,4	4,0
España	-4,6	2,1	2,5	-4,4	2,3	2,8	-4,2	1,5	2,1
Francia	-2,3	0,4	1,1	-2,8	0,4	1,3	-2,2	0,5	1,0
Italia	-0,1	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,8	-0,6	0,6	0,4
Chipre	-5,6	0,8	-1,1	-5,9	0,5	-1,0	-5,9	0,6	-0,2
Luxemburgo	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	-0,8	0,3	-0,6	-0,8	0,1
Malta	2,2	-0,4	0,2	2,1	-0,5	0,4	1,9	-0,9	1,2
Países Bajos	-3,3	0,2	0,4	-3,4	0,0	0,3	-3,3	0,3	0,3
Austria	-0,8	-0,8	0,3	-0,6	-0,9	0,3	-0,8	-0,4	0,1
Portugal	-5,5	-0,2	4,5	-5,6	-0,1	5,8	-4,1	-0,8	2,7
Eslovenia	0,8	0,3	-0,2	1,0	0,6	0,1	0,9	0,2	0,9
Eslovaquia	-3,4	0,1	1,9	-3,2	0,0	2,1	-3,4	0,4	2,6
Finlandia	-1,9	-1,2	0,7	-2,2	-1,2	0,8	-1,9	-1,2	0,6
Zona del euro	-1,8	-0,4	1,8	-2,0	-0,4	1,9	-1,9	0,3	1,0

Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.

Notas: Las cifras positivas corresponden a mejoras presupuestarias y las negativas, a deterioros fiscales. En el caso de Irlanda, las variaciones del saldo ajustado de ciclo y del saldo primario ajustado de ciclo incluyen las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas en 2009 y 2010, que supusieron el 2,5% y el 19,8% del PIB, respectivamente.

Finlandia fue anulado por el Consejo de la Unión Europea en julio de 2011, ya que los datos definitivos indicaron que el déficit no había superado el valor de referencia del 3% del PIB

en 2010, y según las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera de 2011, seguiría cayendo, hasta situarse en el 1% del PIB en 2011.

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

(en porcentaje del PIB)

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

Fuente: Comisión Europea.

EXPECTATIVAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL ADICIONAL

Se prevé que la situación de las finanzas públicas de la zona del euro seguirá mejorando en 2012, aunque a un ritmo más lento. Según las previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona descenderá 0,7 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,4% del PIB (véase gráfico 26). Se proyecta que la ratio media de ingresos de la zona aumentará 0,5 puntos porcentuales del PIB y que la ratio de gasto disminuirá 0,2 puntos porcentuales del PIB. Las previsiones señalan que la ratio media de deuda pública de la zona del euro aumentará otros 2,4 puntos porcentuales, hasta el 90,4% del PIB, en 2012, y que esta ratio superará el 100% del PIB en cuatro países, concretamente en Irlanda, Grecia, Italia y Portugal.

LA PRUDENCIA FISCAL ES ESENCIAL PARA RECUPERAR LA CONFIANZA DE LOS MERCADOS

Por lo que se refiere al marco institucional de la política fiscal, la adopción de un nuevo paquete de reformas de la gobernanza tras las

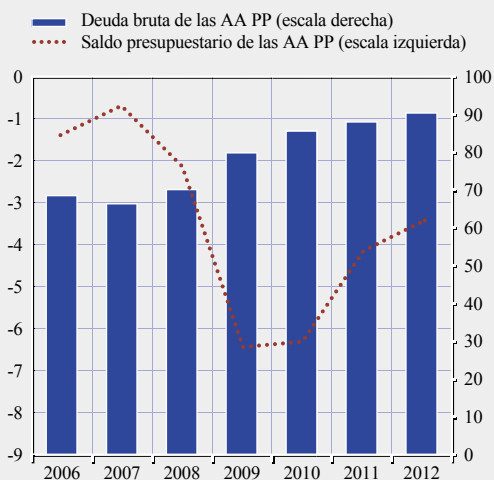
intensas negociaciones sobre la reforma del marco de gobernanza económica de la UE fue un paso en la dirección correcta, pero no el salto cualitativo necesario (véase la sección 1 del capítulo 4). El acuerdo sobre las nuevas normas de gobernanza alcanzado entre el Consejo Europeo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea en septiembre de 2011 se adoptó formalmente en noviembre y entró en vigor en diciembre de 2011. El paquete de reformas está integrado por seis textos legales que tienen por objeto reforzar la gobernanza económica de la UE y, en particular, de la zona del euro. Las medidas legislativas adoptadas incluyen un conjunto de elementos para mejorar la gobernanza presupuestaria de la UE y de la zona del euro, siempre que estas nuevas normas se apliquen con rigurosidad, aunque deben acometerse reformas de mayor calado. Además, el pacto presupuestario (como parte del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria) contribuirá a mejorar la gobernanza presupuestaria en el ámbito nacional.

En general, las estrategias de consolidación fiscal deben ajustarse estrictamente a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de recuperar la confianza de los mercados financieros. Los países que están recibiendo asistencia financiera de la UE y del FMI, en particular, deben respetar íntegramente los compromisos de sus programas. Todos los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo han de asegurar el pleno cumplimiento de sus objetivos presupuestarios. Los planes presupuestarios a medio plazo deben contemplar medidas suficientemente creíbles, con estrategias fiscales firmemente centradas en la corrección de los déficits excesivos.

Los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria también deben abordarse mediante la aplicación de reformas estructurales que impulsen el crecimiento y potencien la estabilidad del sector bancario, y que tengan en cuenta al mismo tiempo los desequilibrios específicos de cada país. La estrategia adecuada para restablecer e incrementar la solidez de las

Gráfico 26 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011.

Nota: Las cifras sobre los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

finanzas públicas difiere en los distintos países de la zona del euro y depende del origen principal de los desequilibrios presupuestarios. Por lo tanto, cada país debe aplicar su propia estrategia, siguiendo al mismo tiempo las recomendaciones formuladas en el contexto del Semestre Europeo (el ciclo de coordinación de la política económica). Es necesario poner en marcha reformas estructurales a la mayor brevedad posible, con el fin de reforzar la competitividad y aumentar la flexibilidad de las economías y el crecimiento de la productividad, lo que potenciaría el crecimiento a largo plazo.

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, la actividad continuó recuperándose en 2011 (véase cuadro 7). No obstante, se observaron señales crecientes de desaceleración hacia el final del año, al verse estos países adversamente afectados por el deterioro del crecimiento económico y por el aumento de las tensiones financieras en la zona del euro. La volatilidad en el perfil de crecimiento y las diferencias entre países siguieron siendo significativas. Aunque la demanda interna se convirtió en un factor más determinante del crecimiento económico, particularmente en Letonia, Lituania y Polonia, en 2011, la demanda exterior neta siguió contribuyendo a la expansión económica en la mayor parte de los países. En varios de ellos, la frágil situación de los mercados de trabajo, la reducida utilización de la capacidad productiva y los procesos de consolidación fiscal frenaron la recuperación. Además, el empeoramiento del clima económico, el desapalancamiento del sector bancario, factores específicos de cada país y la necesidad de sanear los balances del sector privado fueron convirtiéndose en un lastre más evidente para la demanda interna.

Si se consideran los principales componentes de la demanda interna, se observa que el consumo privado siguió siendo moderado en la mayoría de los países, como reflejo de los factores anteriormente mencionados. Las tasas de desempleo continuaron siendo elevadas en todos los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, y la recuperación económica trajo consigo una mejora del mercado de trabajo solo en algunos de ellos. Pese a la atonía de los mercados laborales y a las restricciones en el sector público, en 2011 el crecimiento de los salarios aumentó en la mayor parte de los países, debido, entre otros factores, a efectos de composición y a desajustes en los mercados de trabajo. El crecimiento del crédito al sector privado continuó siendo débil en la mayoría de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, lo que fue atribuible tanto a unas condiciones restrictivas por el lado de la oferta, resultantes de las presiones sobre el capital y la financiación, como a la reducida demanda, en consonancia con la moderada actividad económica y con la disminución de los niveles de endeudamiento. En un entorno caracterizado por una elevada capacidad productiva sin utilizar, el crecimiento de la inversión cobró

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

(tasas de variación interanual)

	2008	2009	2010	2011 ³⁾	I 2011	II 2011	III 2011	IV 2011 ³⁾
Bulgaria	6,2	-5,5	0,2	.	1,5	2,2	2,3	.
República Checa	3,1	-4,7	2,7	.	3,1	2,0	1,2	.
Dinamarca	-0,8	-5,8	1,3	1,1	1,9	1,7	0,1	0,6
Letonia	-3,3	-17,7	-0,3	.	3,5	5,6	6,6	.
Lituania	2,9	-14,8	1,4	5,9	5,9	6,5	6,7	4,4
Hungría	0,9	-6,8	1,3	1,7	2,5	1,5	1,4	1,4
Polonia	5,1	1,6	3,9	4,3	4,1	4,7	4,3	4,3
Rumanía	7,4	-7,1	-1,3	.	1,7	1,4	4,4	.
Suecia	-0,6	-5,0	6,1	4,0	6,1	4,4	4,5	1,1
Reino Unido	-1,1	-4,4	2,1	.	1,3	1,6	0,4	.
UE 7 ¹⁾	4,4	-3,2	2,2	.	3,3	3,3	3,5	.
UE 10 ²⁾	0,4	-4,3	2,5	.	2,4	2,4	1,6	.
Zona del euro	0,4	-4,3	1,9	1,5	2,4	1,6	1,3	0,7

Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos trimestrales están desestacionalizados y ajustados por días laborables para todos los países, salvo en el caso de Rumanía, en que los datos solo están desestacionalizados.

1) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

2) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

3) Las cifras correspondientes a 2011 son estimaciones de avance, es decir, datos preliminares.

fuerza paulatinamente en la mayoría de los países, con frecuencia impulsado por los fondos de la UE.

Entre los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el crecimiento del PIB real en los tres primeros trimestres de 2011 fue especialmente sólido en Letonia, Lituania, Polonia y Suecia, los países con una mayor contribución de la demanda interna. Por otra parte, el crecimiento del PIB se redujo notablemente en el Reino Unido, en consonancia con la contracción que experimentó la demanda interna. El crecimiento del PIB también se desaceleró en la República Checa y aumentó ligeramente en Hungría, mientras que en Rumanía pasó a ser positivo en 2011, tras dos años de contracción, debido a la reposición de existencias y a la contribución positiva de la demanda interna.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En 2011, la inflación media anual aumentó en la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase cuadro 8). Este incremento generalizado se debió tanto a factores internos como externos. Las presiones al alza tuvieron su origen en los precios de los alimentos y de la energía, especialmente en la primera mitad del año, así

como en las modificaciones de los impuestos indirectos, los precios administrados y los impuestos especiales, y en la depreciación del tipo de cambio en algunos países. La subida de los precios internacionales de las materias primas tendió a incidir en la inflación en los países de Europa central y oriental en mayor medida que en los demás países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, debido al mayor peso de los componentes de energía y alimentos en las cestas de productos que integran los respectivos IAPC. Además, como consecuencia de la recuperación gradual de la demanda interna, las tasas de inflación interanual que excluyen los precios de los alimentos y de la energía también se elevaron en la mayor parte de los países, aunque partiendo de tasas muy reducidas o incluso negativas en algunos de ellos.

La variación de la inflación medida por el IAPC entre los distintos países siguió siendo significativa. La tasa media de inflación más alta se registró en Rumanía (5,8%), donde se había subido el IVA considerablemente en 2010. La inflación se situó entre el 3,4% y el 4,5% en la mayoría de los demás países. En la República Checa y en Dinamarca, la inflación fue del 2,1% y de el 2,7%, respectivamente, mientras que la inflación más baja entre los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro se registró en Suecia (1,4%).

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

(tasas de variación interanual)

	2008	2009	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV
Bulgaria	12,0	2,5	3,0	3,4	4,5	3,4	3,1	2,5
República Checa	6,3	0,6	1,2	2,1	1,9	1,8	2,0	2,8
Dinamarca	3,6	1,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,6	2,5
Letonia	15,3	3,3	-1,2	4,2	3,8	4,6	4,4	4,1
Lituania	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	4,7	4,6	4,0
Hungría	6,0	4,0	4,7	3,9	4,3	3,9	3,4	4,1
Polonia	4,2	4,0	2,7	3,9	3,6	4,0	3,7	4,2
Rumanía	7,9	5,6	6,1	5,8	7,5	8,3	4,2	3,4
Suecia	3,3	1,9	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	0,9
Reino Unido	3,6	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
UE 7 ¹⁾	6,5	3,7	3,2	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
UE 10 ²⁾	4,7	2,7	3,2	4,0	3,9	4,2	4,0	4,0
Zona del euro	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9

Fuente: Eurostat.

1) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

2) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

La evolución a lo largo del año varió de unos países a otros. El efecto desinflacionista de las variaciones de los precios de la energía y de los alimentos en el segundo semestre del año se vio contrarrestado, en cierta medida, por factores específicos de cada país, como aumentos del IVA (por ejemplo, en Letonia, Polonia y el Reino Unido), de los impuestos especiales (en Letonia) y de los precios administrados (en la República Checa), o por depreciaciones del tipo de cambio (por ejemplo, en Hungría y Polonia). La tasa de inflación se redujo sustancialmente en la segunda mitad del año en Rumanía, debido, entre otros factores, al efecto de base estadístico asociado a la desaparición del impacto de la subida del IVA y a una buena cosecha.

POLÍTICAS FISCALES

Con la excepción de Bulgaria, Hungría y Suecia, se estima que todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro registraron déficits presupuestarios superiores al valor de referencia del 3% del

PIB en 2011 (véase cuadro 9). Sin embargo, en Hungría, los ingresos extraordinarios asociados a la nacionalización del componente privado del sistema de pensiones obligatorio influyeron notablemente en el superávit presupuestario del 3,6% del PIB. El Reino Unido siguió contabilizando un déficit muy abultado, estimado en el 9,4% del PIB, debido a que el entorno macroeconómico fue bastante menos favorable de lo esperado anteriormente. En general, en la mayor parte de los países, los resultados presupuestarios de 2011 fueron acordes con los objetivos de los programas de convergencia presentados en abril de 2011. La mejora de los saldos presupuestarios en 2011 fue consecuencia, principalmente, de las medidas de saneamiento presupuestario estructural (incluyendo Letonia y Rumanía, que estaban aplicando programas de la UE y el FMI), y de una evolución cíclica positiva (en Hungría y Suecia). Únicamente Dinamarca registró un deterioro del saldo presupuestario en 2011.

Cuadro 9 Situación de las finanzas públicas

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario					Deuda bruta				
	Previsiones de la Comisión Europea				Actualizaciones de los programas de convergencia de abril de 2011	Previsiones de la Comisión Europea				Actualizaciones de los programas de convergencia de abril de 2011
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011	
Bulgaria	1,7	-4,3	-3,1	-2,5	-2,5	13,7	14,6	16,3	17,5	16,4
República Checa	-2,2	-5,8	-4,8	-4,1	-4,2	28,7	34,4	37,6	39,9	41,4
Dinamarca	3,2	-2,7	-2,6	-4,0	-3,8	34,5	41,8	43,7	44,1	43,0
Letonia	-4,2	-9,7	-8,3	-4,2	-4,5	19,8	36,7	44,7	44,8	48,3
Lituania	-3,3	-9,5	-7,0	-5,0	-5,3	15,5	29,4	38,0	37,7	38,1
Hungría	-3,7	-4,6	-4,2	3,6	2,0	72,9	79,7	81,3	75,9	75,5
Polonia	-3,7	-7,3	-7,8	-5,6	-5,6	47,1	50,9	54,9	56,7	54,9
Rumanía	-5,7	-9,0	-6,9	-4,9	-4,9	13,4	23,6	31,0	34,0	33,3
Suecia	2,2	-0,7	0,2	0,9	0,6	38,8	42,7	39,7	36,3	36,8
Reino Unido	-5,0	-11,5	-10,3	-9,4	-7,9	54,8	69,6	79,9	84,0	84,1
UE 7 ¹⁾	-3,5	-7,0	-6,5	-3,9	-4,2	38,1	44,1	48,7	49,6	49,0
UE 10 ²⁾	-3,3	-8,5	-7,5	-6,3	-5,6	47,3	58,0	64,5	66,2	66,1
Zona del euro	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-4,3	70,1	79,8	85,6	88,0	-

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea de otoño de 2011, programas de convergencia actualizados en abril de 2011 y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras de los programas de convergencia actualizados en abril de 2011 correspondientes a 2011 fueron establecidas por los Gobiernos nacionales y, por lo tanto, podrían diferir de los datos definitivos.

1) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

2) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

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

Se estima que las ratios de deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB aumentaron en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro en 2011, salvo en Lituania, Hungría y Suecia. En Hungría, la reducción de la ratio de deuda se debió exclusivamente a la utilización parcial de activos procedentes del componente privado del antiguo sistema de pensiones, mencionado anteriormente, para amortizar deuda pública. La ratio de deuda en relación con el PIB se mantuvo por encima del valor de referencia del 60% del PIB en Hungría y en el Reino Unido.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

En 2011, los saldos agregados de la balanza por cuenta corriente y de capital de los Estados

miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (expresados en porcentaje del PIB) mejoraron o se mantuvieron prácticamente inalterados en la mayoría de los países (véase cuadro 10). Bulgaria registró su primer superávit agregado por cuenta corriente y de capital desde su incorporación a la UE, mientras que en Hungría aumentó el superávit y en Rumanía disminuyó el déficit. Letonia y Lituania siguieron contabilizando superávits, aunque inferiores a los de 2010, pese al dinamismo de las exportaciones. Esta evolución fue reflejo, en gran parte, del aumento de la demanda de importaciones, que estuvo impulsado por el pronunciado crecimiento del PIB, y de un deterioro de la balanza de rentas. En Polonia y en la República Checa, que al inicio de la crisis financiera global registraban déficits más reducidos, el agregado de la balanza por cuenta corriente y de capital no varió de manera significativa. Al mismo tiempo, se redujo el déficit del Reino Unido, mientras que los elevados superávits de Dinamarca y Suecia siguieron incrementándose.

Por lo que respecta a la financiación, las entradas de inversión directa extranjera se moderaron en 2011 en la mayoría de los países no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE

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

(en porcentaje del PIB)

	Cuenta corriente y cuenta de capital				Inversiones directas netas				Otras inversiones netas			
	2008	2009	2010	2011 ¹⁾	2008	2009	2010	2011 ¹⁾	2008	2009	2010	2011 ¹⁾
Bulgaria	-22,3	-7,6	-0,5	2,2	17,5	7,2	4,4	2,9	17,0	-2,0	-3,0	-4,6
República Checa	-1,4	-1,0	-2,2	-2,2	0,9	1,0	2,6	0,8	1,7	-1,4	-1,8	2,1
Dinamarca	2,9	3,3	5,6	6,9	-3,3	-0,8	-3,5	-2,3	2,1	3,8	4,1	-11,2
Letonia	-11,6	11,1	4,9	1,3	3,0	0,6	1,5	5,1	7,6	-9,8	-1,1	-3,6
Lituania	-11,1	7,8	4,2	3,2	3,4	-0,4	1,8	2,9	5,8	-10,7	-9,0	-2,5
Hungría	-6,3	1,0	2,9	3,0	2,7	-0,2	0,4	-0,3	16,9	9,2	0,4	-2,7
Polonia	-5,4	-2,2	-2,8	-2,7	2,0	1,9	0,7	1,2	6,0	3,1	2,0	0,8
Rumanía	-11,1	-3,6	-4,3	-4,2	6,7	3,0	1,8	0,7	6,5	2,3	4,9	1,9
Suecia	8,6	6,9	6,5	7,4	1,2	-3,9	-5,6	-4,9	9,4	-9,9	-9,0	-7,1
Reino Unido	-1,3	-1,5	-3,1	-2,7	-2,6	1,2	0,9	-1,5	-9,8	-3,0	0,0	10,0
UE7 ²⁾	-6,8	-1,4	-1,7	-1,6	3,4	1,8	1,4	1,1	7,1	1,8	0,9	0,2
UE 10 ³⁾	-1,4	-0,2	-1,0	-0,5	-0,7	0,7	0,0	-1,3	-2,5	-1,9	-0,5	3,8
Zona del euro	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,2	-0,6	-0,8	0,3	-1,9	-0,6	-2,8	-3,1

Fuente: BCE.

1) Los datos correspondientes a 2011 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2011.

2) El agregado UE 7 incluye los siete Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE en 2004 o en 2007.

3) El agregado UE 10 incluye los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

en 2004 o posteriormente. El Reino Unido pasó a ser exportador neto de inversiones directas, mientras que Dinamarca y Suecia continuaron registrando salidas netas. Dinamarca y Hungría contabilizaron fuertes entradas de inversiones de cartera, mientras que Letonia y el Reino Unido registraron importantes flujos de salida. En cuanto a la partida de otras inversiones, en muchos países siguieron produciéndose salidas netas o menores entradas netas en 2011, lo que probablemente estuvo relacionado con los procesos de desapalancamiento actualmente en curso. Las entradas de capital privado en Letonia y Rumanía continuaron viéndose complementadas con el apoyo financiero proporcionado por organismos internacionales.

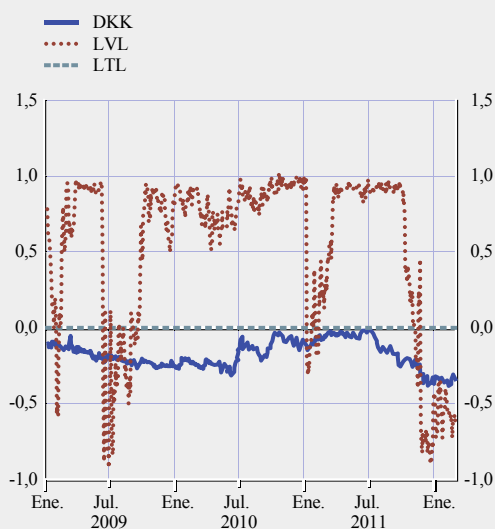
EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En 2011, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro estuvo muy influenciada por los regímenes cambiarios vigentes en cada país. Las monedas de Dinamarca, Letonia y Lituania participaron en el mecanismo de tipos de cambio II (MTC II). El lats letón y la litas lituana estuvieron sujetos a una banda de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, y la corona danesa a una banda de fluctuación más estrecha de $\pm 2,25\%$ (véase gráfico 27). En algunos casos, la participación en el MTC II estuvo acompañada de un compromiso unilateral, por parte de los países en cuestión, de mantener una banda de fluctuación más estrecha o un régimen de *currency board*, sin que ello suponga ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, la litas lituana se incorporó al MTC II con el régimen de *currency board* vigente, mientras que las autoridades letonas decidieron mantener el tipo de cambio del lats en su paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$. Durante 2011, la litas lituana se mantuvo en su paridad central, mientras que el lats letón fluctuó dentro de la banda de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente frente al euro.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participaron en el MTC II en 2011,

Gráfico 27 Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II

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

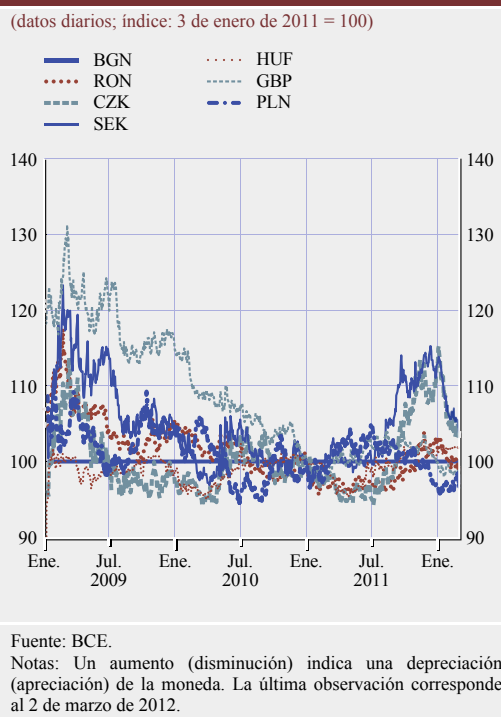


Fuente: BCE.

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 las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de $\pm 15\%$. La última observación corresponde al 2 de marzo de 2012.

pueden distinguirse dos fases en la evolución de los tipos de cambio. En el primer semestre del año, la corona checa, el forint húngaro y el leu rumano se apreciaron moderadamente y el zloty polaco se mantuvo prácticamente estable frente al euro (véase gráfico 28). Esta evolución se debió principalmente a unas perspectivas económicas favorables para los países en cuestión y a una mejora de la confianza en la zona del euro, el principal socio comercial de estos países. No obstante, en el segundo semestre de 2011, el aumento de la aversión al riesgo a escala mundial contribuyó a la depreciación de esas monedas frente a la moneda única. En Hungría, la depreciación del forint se produjo en un contexto de renovada preocupación respecto a la independencia del banco central y de interrupción de las negociaciones entre el Gobierno húngaro, el FMI y la UE sobre un nuevo acuerdo de préstamo de carácter precautorio (véase también el recuadro 9). En el caso de la libra esterlina se observó un

Gráfico 28 Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II frente al euro



patrón opuesto en las fluctuaciones de su tipo de cambio frente al euro, que se depreció en la primera mitad del año, antes de apreciarse con fuerza en los últimos meses de 2011. Tras la pronunciada apreciación de la corona sueca frente al euro en 2009 y 2010, favorecida por la sólida recuperación de la economía sueca, la corona se mantuvo prácticamente estable en 2011. El lev búlgaro también permaneció invariable frente al euro, como consecuencia de su régimen de *currency board* ligado a la moneda única.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

La situación en los mercados financieros empeoró, en general, en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a lo largo de 2011. Aunque los tipos de interés a largo plazo, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, se redujeron o se mantuvieron prácticamente sin cambios en todos los países excepto en Hungría y Lituania, las primas de riesgo de crédito, medidas

por los seguros de riesgo de crédito (CDS), aumentaron en todos los países. Los mayores aumentos se observaron en Hungría. Además de factores específicos de los respectivos países, el incremento generalizado de las primas de riesgo soberano se debió a una mayor aversión al riesgo entre los inversores, relacionada con la reintensificación de las turbulencias financieras en la zona del euro. Por lo que respecta a los mercados monetarios, los tipos de interés experimentaron un incremento en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona excepto en Bulgaria, la República Checa, Dinamarca y Rumanía, debido, en parte, a las subidas de los tipos de interés oficiales.

En 2011, los mercados de renta variable registraron, en promedio, caídas significativas en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, en una medida comparable a la de la zona del euro (un descenso del 20%, aproximadamente). Los descensos menos acusados de las cotizaciones bursátiles se observaron en el Reino Unido, seguido de Dinamarca, mientras que el mercado más afectado fue el de la República Checa, seguido del de Bulgaria.

POLÍTICA MONETARIA

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

Hasta julio de 2011, muchos bancos centrales de la UE no pertenecientes a la zona del euro, incluidos el Danmarks Nationalbank, el Magyar Nemzeti Bank, el Narodowy Bank Polski y el Sveriges Riksbank, incrementaron sus tipos de interés oficiales en varias etapas para contrarrestar las presiones inflacionistas esperadas o, en el caso de Dinamarca, para acompañar su política de tipos de interés a la del BCE. Al deteriorarse las perspectivas económicas en la segunda mitad del año, el Danmarks Nationalbank recortó el tipo de interés oficial en noviembre y diciembre

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

	Estrategia de política monetaria	Moneda	Características
Bulgaria	Objetivo de tipo de cambio	Lev búlgaro	Objetivo de tipo de cambio: vinculación al euro con una paridad central de 1,95583 lev por euro con un sistema de <i>currency board</i> .
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo de inflación: 2% ± 1 punto porcentual. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±2,25% en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Letonia	Objetivo de tipo de cambio	Lats letón	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±15% en torno a una paridad central de 0,702804 lats letones por euro. Letonia mantiene una banda de fluctuación de ±1% como compromiso unilateral.
Lituania	Objetivo de tipo de cambio	Litas lituana	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±15% en torno a una paridad central de 3,45280 litas lituanas por euro. Lituania mantiene su sistema de <i>currency board</i> como compromiso unilateral.
Hungría	Objetivo de inflación	Forint húngaro	Objetivo de inflación: 3%, ±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%, ±1 punto porcentual (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	Objetivo de inflación: 3% ±1 punto porcentual para el final de 2011 y de 2012, y 2,5% ±1 punto porcentual para el final de 2013. Régimen cambiario de flotación controlada.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: Incremento del IPC del 2%. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% medido por el incremento interanual del IPC. En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Gobernador del Bank of England deberá dirigir una carta abierta, en nombre del Comité de Política Monetaria, al ministro de Hacienda. Régimen cambiario de flotación libre.

Fuente: SEBC.

Nota: En el caso del Reino Unido, el IPC es idéntico al IAPC.

en línea con la reducción de los tipos de interés oficiales acordada por el BCE. La Banca Națională a României también redujo su tipo de interés oficial en noviembre de 2011 y en enero y febrero de 2012, como consecuencia de una evolución más favorable de la inflación. En cambio, el Magyar Nemzeti Bank elevó el tipo de interés oficial en noviembre y diciembre de 2011, con el fin de frenar la depreciación del forint, que amenazaba con provocar que se rebasara el objetivo de inflación y estaba aumentando la vulnerabilidad del sistema financiero.

Por lo que respecta a otras medidas de política monetaria, el Danmarks Nationalbank intervino en el mercado de divisas y recortó el tipo de interés de las cuentas corrientes y el de los certificados de depósito en varias fases, con el fin de que el tipo de cambio frente al euro se

mantuviera estable después de que las entradas de capital se intensificaran durante el verano. La Banca Națională a României rebajó el coeficiente de reservas mínimas de los pasivos denominados en moneda extranjera con vencimiento residual igual o inferior a dos años, del 25% al 20%, con el fin de seguir alineándolo gradualmente con los estándares del BCE. En enero de 2012, el Latvijas Banka redujo el coeficiente de reservas de los pasivos con vencimiento a más de dos años, del 3% al 2%, y para otros pasivos, del 5% al 4%, lo que creó unas condiciones más favorables para la concesión de crédito. En octubre, el Bank of England incrementó en 75 mm de libras esterlinas el importe de su programa de adquisición de activos, hasta un total de 275 mm de libras, como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas y del mayor riesgo de que la inflación quedara por debajo del objetivo del 2% a medio plazo.



El Grossmarkthalle, antiguo mercado mayorista de frutas y verduras de Fráncfort del Meno, es un edificio catalogado que se construyó entre 1926 y 1928 según el proyecto del profesor Martin Elsaesser, entonces director del Departamento de Urbanismo de la ciudad. Los trabajos de restauración del Grossmarkthalle comprenden la sustitución del mortero en todas las juntas de las fachadas de ladrillo de los edificios laterales.

El ensamblaje de las fachadas de ladrillo era uno de los rasgos característicos del Grossmarkthalle. Conforme al proyecto original, la horizontalidad de las cadenas de ladrillos debía realizarse cambiando no solo la anchura, sino también la coloración de las juntas. Por lo tanto, las juntas horizontales eran más anchas y se cubrieron con un mortero de tono pálido, mientras que las juntas verticales de asentamiento eran más estrechas y se cubrieron con un mortero más oscuro. El objetivo de la cuidadosa restauración de las juntas es reproducir el aspecto original de las fachadas.

Los trabajos de restauración del edificio del ala este concluyeron en 2011, mientras que los del edificio del ala oeste se iniciaron en la primavera de ese año. Todas las labores de restauración se emprendieron con el visto bueno de las autoridades encargadas de la conservación del patrimonio histórico.

CAPÍTULO 2

OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL

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

1.1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Los instrumentos de política monetaria utilizados por el Eurosistema en 2011 comprenden operaciones de mercado abierto, como las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y las operaciones de ajuste, así como las facilidades permanentes y las reservas mínimas obligatorias. El Eurosistema también recurrió a medidas no convencionales, entre ellas el segundo programa de adquisiciones de bonos garantizado (CBPP2, en sus siglas en inglés) y el programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés).

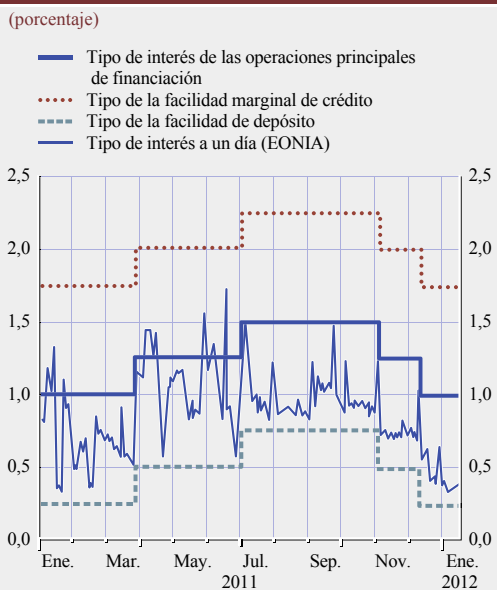
En 2011, el Consejo de Gobierno modificó los tipos de interés oficiales del BCE en cuatro ocasiones (véase gráfico 29). El 13 de abril de 2011, los tipos de interés de las OPF, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se elevaron 25 puntos básicos, hasta el 1,25%, el 2% y el 0,50%, respectivamente. Con efectos a partir del 13 de julio, todos los tipos de interés oficiales del BCE se incrementaron en otros 25 puntos básicos. Posteriormente, el

Consejo de Gobierno decidió rebajar dichos tipos 25 puntos básicos, con efectos a partir del 9 de noviembre. El 14 de diciembre, todos los tipos de interés oficiales se recortaron otros 25 puntos básicos, situándolos de nuevo en los niveles de comienzos de año (es decir, el 1%, el 1,75% y el 0,25%, respectivamente). La amplitud del corredor de tipos de interés se mantuvo en 150 puntos básicos (75 puntos tanto por encima como por debajo del tipo de interés fijo de las OPF).

En 2011, la ejecución de la política monetaria estuvo determinada, de nuevo, por los esfuerzos del Eurosistema para hacer frente a las tensiones observadas en algunos segmentos de los mercados financieros y a las disfunciones del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Se siguieron utilizando los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las OPF y en las OFPML. En consecuencia, el saldo vivo de las operaciones de financiación continuó estando determinado por la demanda de las entidades de contrapartida y reflejando, por tanto, sus preferencias en materia de liquidez. Durante el primer semestre de 2011, la demanda de liquidez del Eurosistema por parte del sistema bancario se mantuvo relativamente estable en torno a 600 mm de euros, pero aumentó de forma acusada en el segundo semestre, hasta superar 1 billón de euros a finales del año (véase gráfico 31).

En 2011¹, las necesidades de liquidez diarias del sistema bancario de la zona del euro se situaron, en promedio, en 470 mm de euros, un 16% menos que en 2010. El principal motivo de este descenso fue la reducción de los factores autónomos² en un 25%, hasta 260 mm de euros en términos medios (véase gráfico 30). También en media, las reservas mínimas obligatorias disminuyeron ligeramente en 2011, hasta

Gráfico 29 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día



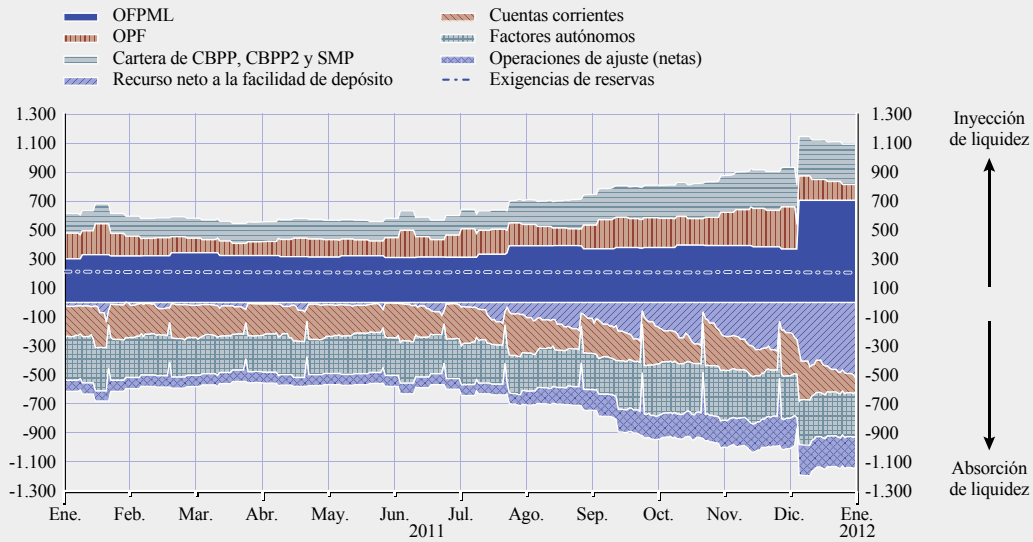
Fuente: BCE.

1 Abarca los 12 periodos de mantenimiento de reservas completos de 2011, desde el 19 de enero de 2011 hasta el 17 de enero de 2012.

2 Los factores autónomos son aquellas partidas del balance del Eurosistema, como los billetes en circulación y los depósitos de las Administraciones Públicas, que influyen en los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito, pero sobre las que el BCE no ejerce un control directo en su función de gestión de la liquidez.

Gráfico 30 Factores de liquidez en la zona del euro en 2011

(mm de euros)

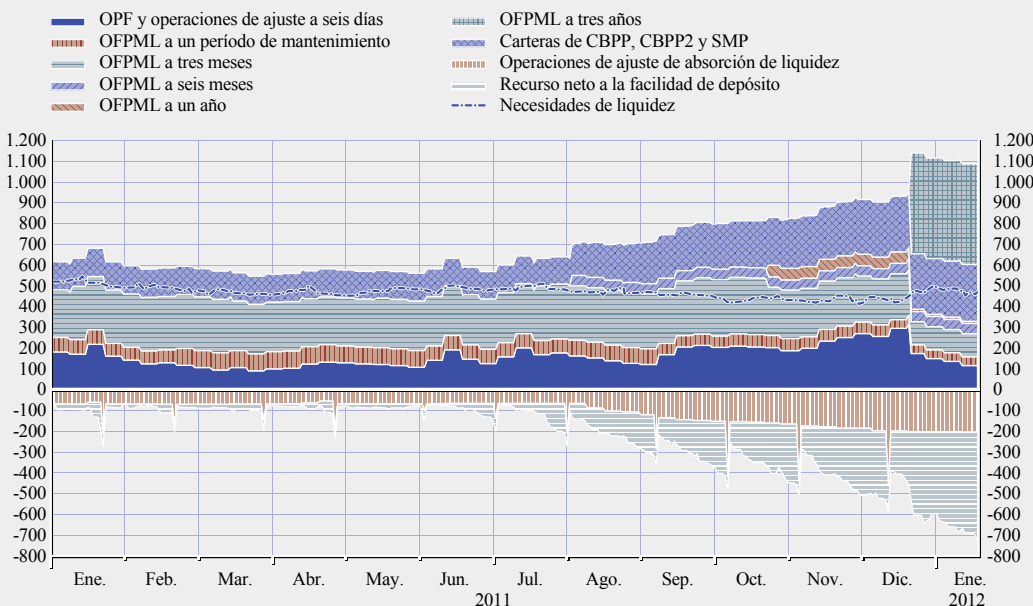


Fuente: BCE.

208 mm de euros, frente a 212 mm de euros en 2010. En 2011, el exceso de reservas mensual se situó, en promedio, en 2,53 mm de euros, lo que representa una cifra más elevada que en años anteriores (1,26 mm de euros en 2010 y 1,03 mm de euros en 2009).

Gráfico 31 Saldo vivo de las operaciones de política monetaria

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El abultado exceso de liquidez (es decir, la diferencia entre la liquidez proporcionada por el Eurosistema y las necesidades de liquidez del sistema bancario) se tradujo en un acusado incremento del recurso a la facilidad de depósito. El recurso medio diario a dicha facilidad se situó en torno a 25 mm de euros en el primer semestre de 2011 y aumentó de forma sostenida desde 87 mm de euros el 1 de agosto hasta 528 mm de euros al final del duodécimo período de mantenimiento de reservas de 2011.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

El Eurosistema utiliza actualmente OPF, OFPML regulares, operaciones de financiación al plazo especial de un período de mantenimiento, OFPML complementarias y operaciones de ajuste para gestionar la situación de liquidez en el mercado monetario. Todas las operaciones de inyección de liquidez han de estar totalmente respaldadas por activos de garantía.

Las OPF son operaciones regulares con periodicidad semanal y, normalmente, vencimiento a una semana. Constituyen el principal instrumento para señalar la orientación de la política monetaria del BCE. En 2011, se llevaron a cabo 52 OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo, en los que se cubrieron todas las pujas. El número de entidades de contrapartida admitidas aumentó de 2.267 en 2010 a 2.319 en 2011. En promedio, en 2011 participaron en las OPF 190 entidades de contrapartida. El volumen medio adjudicado fue de 156 mm de euros (frente a 133,8 mm de euros en 2010), siendo la adjudicación media en el primer semestre del año alrededor de un 42% más baja que en el segundo semestre. En 2011, el número menor de entidades de contrapartida participantes en una OPF (126) se registró en la operación que se liquidó el 7 de septiembre, mientras que el volumen más bajo (84,5 mm de euros) correspondió a la operación que se liquidó el 6 de abril. La participación más numerosa (371 entidades) se registró el 2 de febrero, mientras que el mayor volumen de adjudicación (291,6 mm de euros) correspondió al 14 de diciembre.

En 2011, el saldo medio diario de liquidez adjudicado en las OFPML regulares a tres meses, en las operaciones de financiación a plazo especial y en las OFPML complementarias ascendió a 373 mm de euros. La adjudicación media en las OFPML regulares a tres meses fue de 72,7 mm de euros, en promedio, y continuó siendo volátil durante todo el año 2011, oscilando entre un mínimo de 29,7 mm de euros adjudicados en diciembre y un máximo de 140,6 mm de euros adjudicados en septiembre. El saldo medio adjudicado en las operaciones de financiación a plazo especial de un mes ascendió a 66,8 mm de euros y el promedio de entidades de contrapartida participantes fue de 47. En la OFPML a seis meses liquidada el 11 de agosto participaron 114 entidades de contrapartida para un volumen total de 49,8 mm de euros. Finalmente, en la OFPML complementaria con vencimiento a tres años³ que se liquidó el 22 de diciembre participaron 523 entidades para un volumen total de 489,2 mm de euros, que incluía 45,7 mm de euros transferidos desde la OFPML complementaria a 12 meses adjudicada en octubre de 2011. En total, 123 entidades de contrapartida aprovecharon la posibilidad de traspasar los saldos de una operación a otra, mientras que 58 decidieron mantenerlos en la OFPML complementaria a doce meses, cuyo saldo remanente fue de 11,2 mm de euros.

Además de las operaciones de mercado abierto utilizadas para la ejecución de la política monetaria, el BCE también puede proporcionar liquidez en otras monedas a las entidades de contrapartida (véase la sección 1.2).

PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES

El Consejo de Gobierno decidió, en mayo de 2010, establecer el programa para los mercados de valores (SMP). El objetivo de este programa de carácter temporal es abordar el mal funcionamiento de determinados segmentos del mercado de valores de la zona del euro y restablecer el adecuado

³ El tipo de interés de esta OFPML se fijó en el tipo medio de las OPF durante toda su vida útil. Una vez transcurrido un año (es decir, a partir del 26 de diciembre de 2012), las entidades de contrapartida tendrán la posibilidad de amortizar semanalmente (cada miércoles) los fondos recibidos en préstamo (o parte de ellos).

funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los gestores de cartera del Eurosistema que intervienen en el mercado comprando determinados valores de deuda pública de la zona del euro son los que llevan a la práctica este programa. En 2011, y en virtud de este programa, se adquirieron valores por un importe total de 144,6 mm de euros, realizándose la mayor parte de las compras en el período comprendido entre el comunicado del presidente del BCE de 7 de agosto de 2011 y fin de año. El 30 de diciembre de 2011, el Eurosistema había comprado valores en el marco de este programa por un importe total liquidado próximo a 211,4 mm de euros⁴.

SEGUNDO PROGRAMA DE ADQUISICIONES DE BONOS GARANTIZADOS

El 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió iniciar un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP2), para mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito y de las empresas y animar a dichas entidades a mantener o a ampliar sus operaciones de crédito con sus clientes. El nuevo programa permite al Eurosistema adquirir bonos garantizados admisibles, denominados en euros y emitidos en la zona del euro, por un importe nominal previsto de 40 mm de euros. Las adquisiciones se realizarán tanto en los mercados primarios como en los mercados secundarios, a condición de que cumplan determinados requisitos. Se prevé que el programa se haya completado a finales de octubre de 2012. A 30 de diciembre de 2011, las adquisiciones de bonos garantizados ascendían a 3,1 mm de euros. El Consejo de Gobierno decidió, asimismo, que la cartera de bonos garantizados adquiridos en el marco del programa CBPP2 pueda utilizarse para realizar préstamos de valores. Los préstamos serán de carácter voluntario y se otorgarán a través de las facilidades de préstamo de valores ofrecidas por los depositarios centrales de valores o casando dos operaciones de cesión temporal con las entidades de contrapartida prestatarias.

El primer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP) concluyó en 2010.

En virtud de este programa se adquirieron bonos por un importe nominal de 60 mm de euros durante un período de un año, desde el 1 de julio de 2009 hasta el 30 de junio de 2010. Desde marzo de 2010, los valores mantenidos en el contexto de este programa se han puesto a disposición de las entidades de contrapartida admitidas que los quieran tomar en préstamo a cambio de activos de garantía. Si bien esta actividad de préstamo ha seguido siendo reducida en lo que se refiere a los importes, se considera de utilidad para el buen funcionamiento del mercado que los valores mantenidos en la cartera adquirida en el marco de este programa estén disponibles, en principio, para realizar operaciones de préstamo.

OPERACIONES DE AJUSTE

A fin de absorber la liquidez inyectada a través del programa para los mercados de valores, el BCE realizó operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez, encaminadas a captar depósitos a plazo fijo de una semana por un importe equivalente al volumen de las operaciones de dicho programa liquidadas hasta el viernes anterior. Estas operaciones de ajuste se realizaron mediante procedimientos de subasta a tipo variable con un tipo máximo de puja equivalente al tipo vigente para las OPF. Además, el BCE llevó a cabo operaciones de ajuste para compensar el desequilibrio de liquidez observado el último día de los períodos de mantenimiento. Se ejecutaron 12 operaciones de absorción de liquidez con vencimiento a un día mediante procedimientos de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja igual al tipo de interés fijo de las OPF. En promedio, se absorbieron 154 mm de euros mediante estas operaciones, en las que participaron 136 entidades de contrapartida. Desde el 14 de diciembre de 2011 se han interrumpido temporalmente las operaciones de ajuste del último día del período de mantenimiento. En relación con la OFPML a tres años, se inyectaron 141,9 mm de euros mediante una operación de ajuste de

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

provisión de liquidez a un día, que se liquidó el 21 de diciembre de 2011.

FACILIDADES PERMANENTES

Las entidades de contrapartida pueden utilizar, por iniciativa propia, las dos facilidades permanentes para obtener liquidez a un día, previa presentación de activos de garantía, o para realizar depósitos a un día en el Eurosistema. Al final de 2011, el número de entidades de contrapartida que tenían acceso a la facilidad marginal de crédito era de 2.605, mientras que 2.976 podían acceder a la facilidad de depósito. La utilización de la facilidad de depósito continuó siendo elevada, especialmente en el segundo semestre de 2011, registrándose un máximo de 452 mm de euros el 27 de diciembre, al que siguió una utilización aún mayor de 528 mm de euros, el 17 de enero de 2012. El recurso medio diario a la facilidad de depósito fue de 120 mm de euros (frente a 145,9 mm de euros en 2010 y 109 mm de euros en 2009). En 2011, el recurso a la facilidad de depósito siguió un patrón prácticamente similar en cada uno de los períodos de mantenimiento de reservas: al inicio de cada período, se recurría a la facilidad de depósito por importes más reducidos, que se incrementaban posteriormente a medida que un mayor número de entidades de contrapartida cumplían sus exigencias de reservas. El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito fue de 2,1 mm de euros (frente a 0,62 mm de euros en 2010).

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. En 2011, como ha venido ocurriendo desde 1999, las reservas exigidas eran el 2% de la base de reservas de las entidades de crédito, y ascendieron, en promedio, a 208 mm de euros, cifra un 2% inferior a la de 2010. Dado que el Eurosistema remunera las reservas mantenidas a un tipo de interés equivalente al tipo de las OPF, el sistema de reservas mínimas no supone un gravamen para el sector bancario. En vista de la política de adjudicación plena aplicada en las OPF durante 2011, el Consejo de Gobierno consideró que no era necesario aplicar el sistema de reservas mínimas en la misma medida en que se haría en circunstancias normales para controlar

las condiciones del mercado monetario. El 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió, por lo tanto, reducir el coeficiente de reservas hasta el 1% a partir del período de mantenimiento de reservas que comenzaba el 18 de enero de 2012, a fin de apoyar el crédito bancario y la liquidez en el mercado monetario de la zona del euro.

ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO

Como exigen los Estatutos del SEBC en su artículo 18.1, y en consonancia con las prácticas de los bancos centrales en todo el mundo, todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de estar respaldadas por garantías adecuadas. Tal adecuación implica, en primer lugar, que el Eurosistema queda protegido, en gran medida, de incurrir en pérdidas en sus operaciones de crédito (véanse más adelante detalles sobre la gestión de riesgos).

El Eurosistema admite una amplia gama de activos como garantía en todas sus operaciones de crédito. Esta característica del sistema de activos de garantía del Eurosistema, sumada al hecho de que numerosas entidades de contrapartida tienen acceso a las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, ha sido fundamental para facilitar la aplicación de la política monetaria en momentos de tensión. La flexibilidad intrínseca de su marco operativo ha permitido al Eurosistema proporcionar la liquidez necesaria para hacer frente a las disfunciones del mercado monetario durante la crisis financiera sin que las entidades de contrapartida se hayan visto limitadas por restricciones generalizadas en relación con los activos de garantía.

Desde el 1 de enero de 2011 se aceptan depósitos a plazo fijo como activos de garantía en el marco estándar del Eurosistema. No obstante, estos instrumentos ya habían sido aceptados como activos de garantía tras la ampliación temporal de la lista de activos de garantía admitidos en 2008. Además, en su reunión de 8 de diciembre de 2011 el Consejo de Gobierno decidió, conjuntamente con otras medidas no convencionales de política monetaria, aumentar la disponibilidad de los activos de garantía.

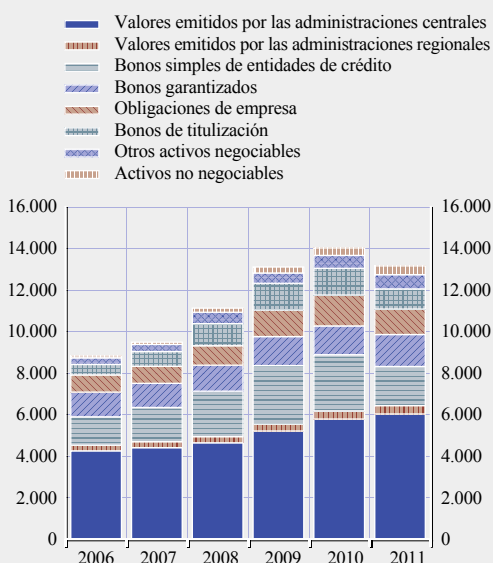
En 2011, el volumen medio de los activos de garantía era de 13,2 billones de euros, lo que supone un descenso del 6% en comparación con 2010 (véase gráfico 32). Este descenso estuvo asociado, en particular, a una notable caída de los bonos simples de entidades de crédito –debida, principalmente, al vencimiento de algunos de los avales públicos a este tipo de valores–, así como de los bonos de titulación de activos (ABS) –atribuible, en gran medida, a los criterios de calificación crediticia más estrictos aplicados a partir del 1 de marzo de 2011–. Los valores emitidos por las administraciones centrales, que ascendieron a 6 billones de euros, representaban el 46% del total de activos de garantía admitidos, seguidos de los bonos simples de entidades de crédito (1,9 billones de euros, equivalentes a un 14%) y de los bonos garantizados (1,5 billones de euros, equivalentes al 12%). Además de activos de garantía negociables, los activos de garantía admitidos incluyen activos no negociables, en su mayoría créditos (también denominados

préstamos bancarios). A diferencia de lo que ocurre con los activos negociables, el volumen de activos no negociables que podrían ser aceptados no puede cuantificarse fácilmente. El volumen de activos no negociables depositados ascendía a 0,4 billones de euros en 2011.

El volumen medio de los activos entregados como garantía por las entidades de contrapartida se redujo a 1.790 mm de euros en 2011, desde los 2.010 mm de euros de 2010 (véase gráfico 33). Al mismo tiempo, el saldo medio del crédito vivo también se redujo aproximadamente 137 mm de euros con respecto al año anterior, debido, en parte, al vencimiento hacia finales de 2010 de las OFPML a un año. Por consiguiente, la proporción de activos de garantía entregados que no se utilizaron para cubrir créditos relacionados con operaciones de política monetaria aumentó en 2011, mientras que el volumen, en términos absolutos, se redujo ligeramente. Ello sugiere que, al menos en términos agregados, las entidades

Gráfico 32 Activos de garantía admitidos, por tipo de activo

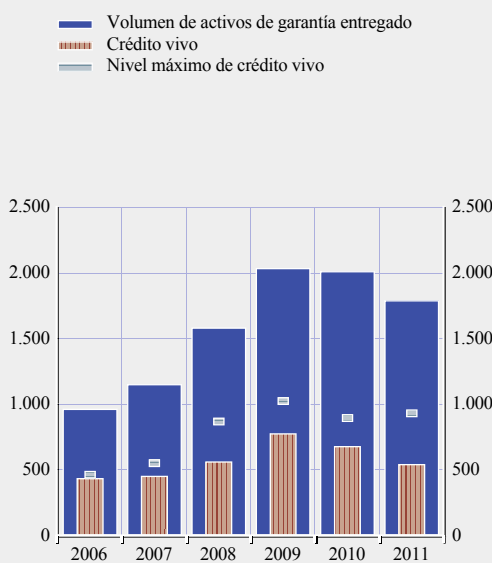
(mm de euros; media anual)



Fuente: BCE.

Gráfico 33 Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y crédito vivo de las operaciones de política monetaria

(mm de euros)

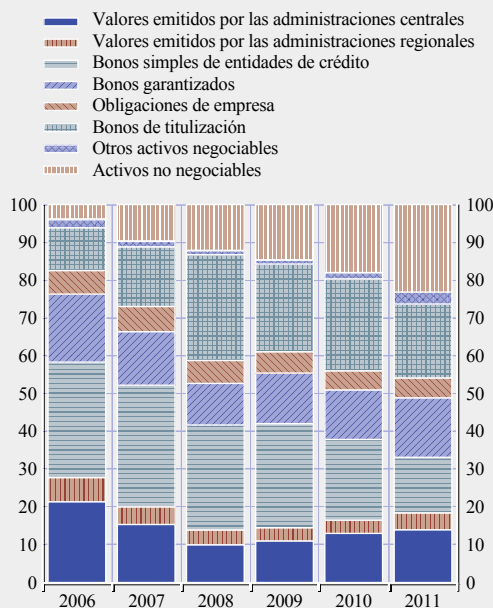


Fuente: BCE.

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

Gráfico 34 Detalle de los activos entregados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo

(porcentaje; medias anuales)



Fuente: BCE.

de contrapartida del Eurosistema no tuvieron problemas de escasez de activos de garantía.

Por lo que respecta a la composición de los activos entregados como garantía (véase gráfico 34), los activos no negociables (principalmente créditos y depósitos a plazo fijo) pasaron a ser el componente más importante en 2011, con un 23% del total (frente a un 18% en 2010). Como reflejo de la evolución de los activos de garantía totales, se redujeron los porcentajes de los ABS y de los bonos simples de entidades de crédito. Por el contrario, debido también a la crisis de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro, el porcentaje medio de bonos emitidos por las administraciones centrales aumentó ligeramente, del 13% en 2010 al 14% en 2011.

GESTIÓN DE RIESGOS EN RELACIÓN CON LAS OPERACIONES DE CRÉDITO

En la ejecución de sus operaciones de política monetaria, el Eurosistema está expuesto al riesgo

de impago de las entidades de contrapartida. Para reducir este riesgo, se exige a dichas entidades la aportación de activos de garantía adecuados. Sin embargo, en caso de impago, el Eurosistema también estaría expuesto a riesgos de crédito, de mercado y de liquidez asociados a la realización de los activos de garantía. Además, las operaciones de inyección de liquidez en divisas contra la entrega de activos de garantía denominados en euros también suponen un riesgo de tipo de cambio. Para reducir todos estos riesgos a niveles aceptables, el Eurosistema exige que los activos de garantía tengan una elevada calidad crediticia, los valora diariamente y aplica medidas de control de riesgos apropiadas. La creación, como área de negocio independiente, del Servicio de Gestión de Riesgos, junto con el trabajo continuado del Comité de Gestión de Riesgos, ha contribuido aún más a mejorar las prácticas de gestión de riesgos dentro del BCE y del Eurosistema (véase también la sección 1.6 del capítulo 7).

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

En 2011, el BCE realizó diversos ajustes en sus criterios de selección y en las medidas de control de riesgos.

Tras la decisión del Consejo de Gobierno de 28 de julio de 2010, el 1 de enero de 2011 entró en vigor un nuevo sistema de «recortes de valoración» resultante de la revisión bienal de las medidas de control de riesgos del Eurosistema.

El 18 de febrero de 2011, el Consejo de Gobierno aprobó la utilización de la herramienta externa

de calificación de Coface Serviços Portugal, S.A. dentro del sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAAF, en sus siglas en inglés).

El 31 de marzo de 2011, el Consejo de Gobierno decidió suspender la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia en el caso de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Gobierno irlandés. El 7 de julio de 2011, el Consejo de Gobierno decidió aplicar la misma medida a los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Gobierno portugués. Las decisiones se aprobaron tras valorar positivamente los programas de ajuste económico y financiero adoptados por los Gobiernos de Irlanda y de Portugal, negociados con la Comisión Europea en colaboración con el BCE y el FMI, y se adoptaron en función de los firmes compromisos manifestados por ambos Gobiernos de aplicar íntegramente dichos programas.

Tras la decisión del Consejo de Gobierno anunciada el 16 de diciembre de 2010 de establecer requisitos en relación con la remisión de información individualizada sobre los préstamos que respaldan a los bonos de titulación de activos (ABS) en el sistema de activos de garantía del Eurosistema, empezando con los bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles residenciales, el BCE anunció el 29 de abril de 2011 su intención de introducir esos requisitos en los 18 meses siguientes también para los bonos de titulación respaldados con hipotecas comerciales y con préstamos a las pequeñas y medianas empresas (pymes) aceptados en dicho sistema. La provisión de información individualizada sobre los préstamos se convertirá en un criterio de admisión una vez que entre en vigor la obligación de presentar información detallada de los préstamos.

En el contexto de las medidas para apoyar el crédito bancario y la actividad en el mercado monetario anunciada el 8 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió aumentar la disponibilidad de activos de garantía: i) reduciendo, para determinados ABS, la exigencia de dos calificaciones crediticias

de nivel «AAA» en el momento de la emisión y ii) permitiendo, como solución temporal, que los BCN acepten como activos de garantía adicionales créditos (es decir, préstamos bancarios) al corriente de pago que satisfagan criterios de selección específicos. El Eurosistema incluyó, entre los activos admisibles como garantía en las operaciones de crédito, ABS cuya segunda mejor calificación crediticia a la emisión, y en todo momento con posterioridad, sea como mínimo «A» en la escala de calificaciones crediticias armonizadas del Eurosistema y cuyos activos subyacentes sean bien hipotecas residenciales bien préstamos a pequeñas y medianas empresas. Salvo los relativos a las calificaciones crediticias, los ABS deben satisfacer todos los demás criterios de admisión específicos de los activos de garantía.

Además, el Consejo de Gobierno anunció que apoyaría un uso más generalizado de los créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema sobre la base de criterios armonizados, así como su objetivo de mejorar las capacidades del Eurosistema de evaluación interna del riesgo de crédito. Asimismo, animó a los potenciales proveedores externos de evaluación del riesgo de crédito (agencias de calificación crediticia y proveedores de herramientas externas de calificación) y a las entidades de crédito que hacen uso de sus sistemas internos de evaluación del riesgo de crédito a que consigan la aprobación para su inclusión en el sistema de evaluación del riesgo de crédito del Eurosistema.

1.2 OPERACIONES EN DIVISAS Y OPERACIONES CON OTROS BANCOS CENTRALES

En 2011, el Eurosistema realizó una intervención en los mercados de divisas. En respuesta a las fluctuaciones del tipo de cambio del yen, asociadas al desastre natural que sufrió Japón, y a petición de las autoridades japonesas, el 18 de marzo las autoridades de Estados Unidos, Reino Unido y Canadá, así como el BCE, se sumaron a Japón para realizar una intervención concertada en los mercados de

divisas. El BCE no efectuó ninguna operación en divisas con las monedas que participan en el MTC II. El acuerdo permanente existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar operaciones con derechos especiales de giro (DEG) por cuenta del BCE con otros tenedores de DEG, se activó en cinco ocasiones en 2011.

El acuerdo temporal de provisión de liquidez (línea *swap*) que el BCE suscribió con la Reserva Federal en 2007, y que se reactivó en mayo de 2010 para hacer frente a las tensiones en los mercados europeos de financiación en dólares estadounidenses, fue prorrogado en dos ocasiones en 2011, la última vez hasta el 1 de febrero de 2013. El Eurosistema, en estrecha colaboración con otros bancos centrales, facilitó a las entidades de contrapartida financiación en dólares estadounidenses, previa aportación de activos de garantía, en operaciones que adoptaron la forma de cesiones temporales y que se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además de estas operaciones regulares de periodicidad semanal y vencimiento a siete días, el Consejo de Gobierno decidió, el 15 de septiembre, en coordinación con la Reserva Federal, el Bank of England, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, realizar tres operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, a un plazo aproximado de tres meses y con vencimiento posterior a fin de año. En 2011, el Eurosistema ejecutó 50 operaciones con vencimiento a siete días, así como una a 14 días a final de año y cuatro operaciones a 84 días. Las entidades de contrapartida no presentaron pujas en 27 operaciones. El 30 de noviembre, el BCE, el Bank of England, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza decidieron seguir realizando subastas a tres meses hasta nuevo aviso. Esta decisión se tomó como parte de las medidas coordinadas adoptadas por estos cuatro bancos centrales, así como por la Reserva Federal y el Banco de Canadá para mejorar su capacidad para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial. El objetivo de estas medidas era reducir las tensiones en los

mercados financieros y, en consecuencia, mitigar sus efectos en la oferta de crédito a los hogares y a las empresas, favoreciendo así la actividad económica. Una de esas medidas fue la decisión adoptada por el BCE, en colaboración con los otros bancos centrales, de crear una red temporal de líneas *swap* recíprocas, lo que permite al Eurosistema proporcionar liquidez en euros a esos bancos centrales cuando sea preciso y llevar a cabo, en caso necesario, operaciones de provisión de liquidez en yenes japoneses, libras esterlinas, francos suizos y dólares canadienses (además de las actuales operaciones en dólares estadounidenses). El establecimiento de acuerdos temporales bilaterales de provisión de liquidez (líneas *swap*) entre estos cinco bancos centrales se acordó como medida de contingencia para que se pueda proporcionar liquidez en cada jurisdicción en cualquiera de las monedas si la situación del mercado así lo requiere. Estas líneas *swap* están autorizadas hasta el 1 de febrero de 2013.

El 25 de agosto, el Consejo de Gobierno decidió, conjuntamente con el Bank of England, prorrogar la línea *swap* existente entre ambos hasta el 28 de septiembre de 2012. El acuerdo temporal de provisión de liquidez suscrito el 17 de diciembre de 2010 había sido autorizado hasta finales de septiembre de 2011. En virtud de este acuerdo, el Banco de Inglaterra podría proporcionar liquidez, si fuese necesario, hasta 10 mm de libras esterlinas al BCE a cambio de euros. El acuerdo permite poner libras esterlinas a disposición del Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland como medida de precaución, a fin de cubrir eventuales necesidades temporales de liquidez del sistema bancario en esa divisa.

En la semana que finalizó el 30 de diciembre de 2011, el saldo vivo de las operaciones de cesión temporal ascendía a 1,5 mm de euros. El BCE ejecutó estas operaciones en el marco de los acuerdos de provisión de liquidez vigentes suscritos con otros bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro.

1.3 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

El BCE invierte los fondos relacionados con su cartera de divisas, así como sus recursos propios. Estas actividades de inversión, separadas de los programas de política monetaria como el programa para los mercados de valores y el programa de adquisiciones de bonos garantizados, están organizadas de tal manera que quede garantizado que ningún dato de carácter confidencial relativo a las políticas del banco central pueda utilizarse a la hora de adoptar decisiones de inversión (es decir, existe lo que se conoce como «muralla china»). En el caso de que esta información trascendiese, ya sea de forma intencionada o involuntaria, las actividades de inversión del BCE podrían suspenderse total o parcialmente, lo que significa que no se permite modificar la composición de las carteras de inversión de la institución con respecto a sus respectivas carteras de referencia.

GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE se constituyó originalmente mediante transferencias de activos exteriores de reserva de los BCN de la zona del euro. Con el tiempo, la composición de la cartera refleja las variaciones del valor de mercado de los activos en los que el BCE ha invertido, así como las operaciones en divisas y oro que ha realizado. El objetivo principal de las reservas exteriores del BCE es garantizar que, cuando se necesite, el Eurosistema pueda disponer de liquidez suficiente para sus 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 del euro que desean participar en esta actividad en calidad de agentes del BCE. Desde enero de 2006, ha estado funcionando un

«modelo de especialización en monedas» para aumentar la eficiencia de las operaciones de inversión del BCE. En el marco de este modelo, se asigna normalmente a cada BCN que desea participar en la gestión de las reservas del BCE o grupo de BCN que actúan conjuntamente para este fin, una participación en la cartera de dólares estadounidenses o en la de yenes japoneses⁵.

El valor de los activos exteriores de reserva netos del BCE⁶ a los tipos de cambio y precios corrientes de mercado aumentó desde 60,6 mm de euros al final de 2010 hasta 65,6 mm de euros al final de 2011, de los que 45,3 mm de euros correspondían a divisas y 20,3 mm de euros a oro y DEG. El aumento del valor de la cartera de divisas fue resultado de una apreciación del yen japonés frente al euro del 8%, así como de las contribuciones positivas de las plusvalías y de los ingresos por intereses generados por las actividades de gestión de carteras, si bien dicho incremento quedó contrarrestado, en gran medida, por la intervención en el mercado de divisas efectuada en marzo (véase sección 1.2). Aplicando los tipos de cambio vigentes a finales de 2011, los activos denominados en dólares estadounidenses representaban el 76% de las reservas de divisas, mientras que los denominados en yenes japoneses ascendían al 24%. El valor de las tenencias de oro y DEG aumentó en torno a un 16%. Este aumento se debió, principalmente, a la apreciación del oro que se produjo en 2011 y que fue aproximadamente del 11% (medida en euros). Las tenencias de oro del BCE se incrementaron a comienzos de 2011, cuando el Eesti Pank transfirió su cuota de oro al BCE como parte de su transferencia de activos exteriores de reserva al BCE.

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

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

En 2011 no se modificó la lista de instrumentos admitidos para invertir los fondos de las carteras de reservas exteriores del BCE.

GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

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

El valor de la cartera a precios corrientes de mercado se incrementó desde 13,3 mm de euros al final de 2010 hasta 15,9 mm de euros al final de 2011. El incremento del valor de mercado se debió a un aumento del capital desembolsado del BCE con efectos a 28 de diciembre de 2011, a un aumento de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de crédito y de precio del oro y, en menor medida, al rendimiento de las inversiones.

En 2011, no se modificó la lista de instrumentos admitidos para invertir los fondos de la cartera de recursos propios del BCE.

Para respetar la estricta muralla china existente en el BCE, la puesta en marcha del segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa para los mercados de valores llevó a una paralización parcial de las actividades de inversión relacionadas con la cartera de recursos propios del BCE en 2011.

GESTIÓN DE RIESGOS EN RELACIÓN CON LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN Y CON LAS CARTERAS DE POLÍTICA MONETARIA

Los riesgos financieros a los que el BCE está expuesto en sus actividades de inversión y en

sus carteras de política monetaria (programa para los mercados de valores, programa de adquisiciones de bonos garantizados y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados) son objeto de una medición y un seguimiento estrechos. A tal efecto, se aplica un detallado sistema de límites, cuyo cumplimiento se vigila diariamente. Además, la presentación periódica de información garantiza que todos los interesados reciban la información adecuada respecto al nivel de dichos riesgos.

En 2011, el BCE siguió mejorando la infraestructura informáticas que respaldan el sistema de gestión de riesgos de sus operaciones de inversión y de sus carteras de política monetaria. Este sistema incluye ahora los valores adquiridos por el BCE en el marco del segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados.

Uno de los indicadores que se emplean para el seguimiento del riesgo de mercado es el valor en riesgo (VaR), que define la pérdida máxima de una cartera de activos en un período dado de tiempo y con una probabilidad determinada. El valor de este indicador depende de una serie de parámetros que se utilizan para calcularlo, en particular, del nivel de confianza, de la duración del horizonte temporal y de la muestra elegida para estimar la volatilidad del precio de los activos. Por ejemplo, si se calculara este indicador para la cartera de inversiones del BCE a 30 de diciembre de 2011, utilizando como parámetros un nivel de confianza del 95%, un horizonte temporal de un año y una muestra de un año para la volatilidad del precio de los activos, se obtendría un VaR de 13,08 mm de euros⁷. Si se calculase el mismo indicador utilizando una muestra de cinco años en vez de una de un año, el VaR obtenido sería de

⁷ Tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno de mantener hasta su vencimiento las carteras del programa de adquisiciones de bonos garantizados, del segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados y del programa para los mercados de valores, el principio de valoración aplicado a estas tenencias es el coste amortizado sujeto a deterioro. Por consiguiente, las estimaciones no incluyen el riesgo de mercado de estas carteras.

12,16 mm de euros. La mayor parte de este riesgo de mercado tiene su origen en las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los precios del oro. Los bajos niveles que registra el riesgo de tipo de interés de las carteras de inversión reflejan el hecho de que la duración modificada de estas carteras siguió siendo relativamente reducida en 2011.

2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene la función estatutaria de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores son infraestructuras básicas necesarias para el adecuado funcionamiento de las economías de mercado e indispensables para el 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 por parte los bancos centrales y para mantener la estabilidad y la confianza en la moneda, en el sistema financiero y en la economía en general. El Eurosistema lleva a cabo esta tarea de tres formas diferentes: desarrollando funciones operativas, realizando actividades de vigilancia y actuando como catalizador (para más detalles sobre la segunda y la tercera de estas funciones, véanse las secciones 4 y 5 del capítulo 3). Por lo que respecta a su función operativa, el Eurosistema, de conformidad con los Estatutos del SEBC, podrá proporcionar medios destinados a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes.

2.1 EL SISTEMA TARGET2

El Eurosistema gestiona el sistema TARGET2 para las operaciones de grandes pagos y las órdenes de pago urgentes en euros. TARGET2 desempeña un papel importante en la ejecución de la política monetaria única y en el funcionamiento del mercado monetario del euro. El sistema ofrece un servicio de liquidación en tiempo real en dinero de banco central y una amplia cobertura. Además de procesar operaciones de grandes pagos y órdenes de pago urgentes sin límite máximo o mínimo de importe, TARGET2 ha atraído otros tipos de pagos. El sistema se basa en una sola infraestructura técnica: la plataforma compartida única. Tres bancos centrales del Eurosistema (el Deutsche Bundesbank, la Banque de France y la Banca d'Italia) proporcionan y operan conjuntamente la plataforma compartida única en nombre del Eurosistema.

En diciembre de 2011, 987 participantes directos mantenían una cuenta en TARGET2. El número total de entidades de crédito (incluidas sus filiales y sucursales) a las que puede accederse a través de TARGET2 en todo el mundo se situó en 54.000. Por otra parte, TARGET2 liquidó las posiciones de efectivo de 72 sistemas vinculados.

OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET2

El sistema TARGET2 funcionó con fluidez en 2011 y procesó un elevado número de pagos en euros. La cuota de mercado del sistema se mantuvo estable, habiéndose procesado el 91% del valor total de las operaciones de los sistemas de grandes pagos en euros a través de TARGET2. En 2011, el sistema procesó un total de 89.565.697 operaciones, con una media diaria de 348.505. El importe total de las operaciones procesadas por TARGET2 en 2011 fue de 612.936 mm de euros, con una media diaria de 2.385 mm de euros. El cuadro 12 recoge los flujos de pagos de TARGET2 en 2011, comparándolos con los del año anterior.

En 2011, la disponibilidad general⁸ de la plataforma compartida única de TARGET2 fue del 99,89%, ya que el 25 de julio se produjo una

⁸ El nivel de disponibilidad es la medida en que los participantes pueden utilizar TARGET2 sin incidencias durante su horario de funcionamiento.

Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET2

Importe (mm de euros)	2010	2011	Variación (%)
Pagos totales en TARGET 2			
Total	593.194	612.936	3,3
Media diaria	2.299	2.385	
Número de operaciones			
Pagos totales en TARGET 2			
Total	88.591.926	89.565.697	1,1
Media diaria	343.380	348.505	

Fuente: BCE.
Nota: En 2010 hubo 258 días operativos y en 2011, 257.

incidencia que inhabilitó el sistema durante tres horas al inicio de la jornada. En esa ocasión se activaron los correspondientes procedimientos de contingencia, que permitieron procesar las operaciones más importantes. Al término de dicha jornada se habían procesado todos los pagos y TARGET2 cerró con normalidad a las 18:00 horas.

Durante el año, el 99,85% de los pagos que se liquidaron en la plataforma compartida única se procesaron en menos de cinco minutos. En general, los participantes se mostraron satisfechos con el funcionamiento del sistema.

COOPERACIÓN CON LOS USUARIOS DE TARGET2

El Eurosistema mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET2. En 2011 se celebraron reuniones periódicas entre los BCN y los grupos nacionales de usuarios de TARGET2. También se mantuvieron reuniones trimestrales conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2 del Eurosistema y del Grupo de Trabajo de TARGET de las asociaciones europeas del sector bancario, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la operativa de TARGET2 a escala paneuropea. Se creó un grupo ad hoc, formado por representantes de los dos grupos citados, para tratar sobre los principales cambios que afectan a TARGET2, como la conexión de TARGET2-Securities (T2S). 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, se abordaron otros aspectos estratégicos.

GESTIÓN DE LAS NUEVAS VERSIONES DEL SISTEMA

Para el Eurosistema es de suma importancia seguir desarrollando TARGET2 para aumentar el nivel de servicio ofrecido y responder a las necesidades de los participantes. En septiembre de 2011, para preparar la conexión de T2S a TARGET2, el Eurosistema llevó a cabo una consulta entre los usuarios sobre las adaptaciones necesarias en TARGET2. Estas adaptaciones entran dentro de la estrategia del Eurosistema encaminada a elevar el grado de cumplimiento de los estándares ISO 20022 por parte de TARGET2.

El 21 de noviembre de 2011 se puso en marcha la quinta versión de la plataforma compartida única⁹, que incluía un número limitado de mejoras del sistema TARGET2 y la implantación técnica de una red que conecta a los bancos centrales participantes y les proporciona acceso directo a los principales servicios de TARGET2 en caso de caída de SWIFT a escala global o regional.

En noviembre de 2011 el Eurosistema también dio por terminada la definición de los contenidos de la sexta actualización, que incluirá un reducido número de cambios funcionales, con escaso impacto en TARGET2. Por ello, se llegó a un acuerdo unánime con los países participantes en TARGET2 para poner en marcha esta versión en 2013, en vez de en 2012.

PAÍSES QUE PARTICIPAN EN TARGET2

Todos los países de la zona del euro participan en TARGET2, ya que su utilización es obligatoria para la liquidación de todas las órdenes de pago relacionadas con las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Los bancos centrales de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro pueden conectarse al sistema TARGET de forma voluntaria, para facilitar la liquidación de las operaciones en euros en sus países. Desde un punto de vista legal y operativo, cada banco central es responsable de gestionar su componente del sistema y de mantener las relaciones con sus participantes. Además, algunas instituciones financieras radicadas en otros países del Espacio Económico Europeo (EEE) participan en TARGET2 mediante acceso remoto.

En la actualidad, 24 bancos centrales de la UE y sus respectivas comunidades nacionales de usuarios están conectados a TARGET2: los 17 bancos centrales nacionales de la zona del euro, el BCE y seis bancos centrales nacionales de países no pertenecientes a la zona¹⁰. En julio

⁹ Las actualizaciones introducidas en la quinta versión quedaron recogidas en la Orientación BCE/2011/15, de 14 de octubre de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/2 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2).

¹⁰ Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.

de 2011, la Banca Națională a României (Banco Nacional de Rumanía) y su comunidad nacional de usuarios se conectaron a TARGET2.

2.2 TARGET2-SECURITIES

TARGET-Securities (T2S) es el futuro servicio del Eurosistema para la liquidación de valores en dinero de banco central en Europa. El proyecto se encuentra actualmente en fase de desarrollo, y la entrada en funcionamiento de la plataforma de liquidación está prevista para junio de 2015. Treinta depositarios centrales de valores (DCV) participan actualmente en el proyecto y se espera que la liquidación de casi todos los valores negociados en Europa se realice en T2S, lo que permitirá lograr importantes economías de escala y costes de liquidación muy reducidos. Al equiparar la liquidación de las operaciones transfronterizas a la de las operaciones nacionales, T2S representará un gran avance en la creación de un mercado integrado de capitales para Europa, ofreciendo una sólida base para incrementar la eficiencia y la competencia en el sector de la post-contratación. Aunque es una iniciativa del Eurosistema, T2S también liquidará operaciones con valores en monedas distintas del euro, si el banco central correspondiente, apoyado por su mercado, da su consentimiento.

En 2011 se dedicaron grandes esfuerzos a concluir el Acuerdo Marco de T2S, que es el acuerdo contractual que deben firmar el Eurosistema y cada uno de los DCV que tengan la intención de participar en T2S. Tras más de dos años de negociaciones con los DCV, el Consejo de Gobierno aprobó la versión final del acuerdo en noviembre de 2011. Está previsto que los DCV que decidan participar en T2S firmen el acuerdo en junio de 2012, a más tardar. El Eurosistema ofrece determinados incentivos para animar a los DCV a firmar el acuerdo a tiempo y migrar pronto a T2S.

En paralelo a las negociaciones con los DCV, el Eurosistema también continuó las conversaciones sobre el Acuerdo de

Participación de la Moneda con los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro que habían mostrado interés en permitir la liquidación de sus monedas nacionales en T2S. Un grupo de trabajo, formado por expertos de todos los bancos centrales interesados no pertenecientes a la zona del euro, colaboró activamente con el Consejo del Programa de T2S en la identificación, análisis y resolución de cuestiones relacionadas con este acuerdo. Las conversaciones concluyeron en enero de 2012 y se invitó a los citados bancos centrales a firmar el acuerdo antes de finales de marzo de 2012, de forma que los DCV sepan qué monedas podrán liquidarse en T2S antes de tomar la decisión de firmar el Acuerdo Marco de T2S.

Varios DCV han anunciado hasta el momento que tienen previsto incorporarse a T2S en la primera etapa de la migración: Monte Titoli (el DCV italiano), BOGS (el DCV para la deuda pública griega), Depozitarul Central S.A. (el DCV rumano) y SIX Securities Services (el DCV suizo). Así pues se garantizará la plena cobertura funcional desde el primer momento de funcionamiento de T2S, con la participación de DCV de dentro y de fuera de la zona del euro.

Los elementos pendientes de la estructura de tarifas de T2S, en particular los precios de los servicios de información y el tratamiento de los mercados en los que los inversores finales mantienen cuentas en los DCV, se completaron en 2011. En conjunto, esta estructura sigue caracterizándose por su claridad y transparencia, al tiempo que garantiza que los precios de los servicios de liquidación y de información que aplica T2S reflejen estrechamente los costes de dichos servicios. Los bajos precios, el ahorro en activos de garantía y en liquidez, y los procedimientos administrativos armonizados ofrecidos por T2S redundarán en un importante ahorro de costes para el sector de liquidación de valores.

La estructura de gobierno de T2S, que determina el modo en que se adoptarán las decisiones sobre T2S en el futuro, fue acordada con todas las partes interesadas en 2011. La nueva estructura

quedará establecida una vez que se hayan firmado el Acuerdo Marco y los Acuerdos de Participación de la Moneda.

En 2011 el Eurosistema también avanzó significativamente en el ámbito de la «conectividad» a T2S, es decir, la selección de las redes a través de las cuales los participantes en el mercado y los DCV podrán enviar instrucciones a T2S y recibir mensajes de esta plataforma. T2S ofrecerá la posibilidad de conectarse a la plataforma a través de dos proveedores de servicios de red de valor añadido, así como a través de una línea dedicada que únicamente preste servicios de conectividad básica. En julio de 2011 se convocó un concurso público para seleccionar a los proveedores de servicios de red de valor añadido. Antes de finalizar septiembre se recibieron diversas ofertas, firmándose acuerdos con los dos proveedores seleccionados en enero de 2012. Para la línea dedicada, el Eurosistema ha optado por utilizar una red existente del Eurosistema que se adaptará a T2S.

El Eurosistema completó las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios y publicó un borrador en mayo, que sometió a consulta pública. Posteriormente, en octubre de 2011, publicó una versión definitiva teniendo en cuenta los comentarios recibidos. Esta versión puede considerarse como la base para la adaptación de los sistemas de los DCV y de los bancos centrales a T2S y podrá ser utilizada por todos los participantes directamente conectados cuando diseñen y creen sus interfaces con T2S.

Por último, el Consejo del Programa de T2S ha reforzado su compromiso con la armonización de las actividades de post-contratación. En 2011 se creó el Grupo de Coordinación de la Armonización (Harmonisation Steering Group), formado por representantes de alto nivel del mercado y del sector público, con el fin de asegurar que los requisitos de armonización se satisfagan a tiempo para el lanzamiento de T2S. Para obtener más detalles sobre las actividades de armonización de T2S y su impacto en la

integración financiera europea, véase la sección 4 del capítulo 3.

2.3 PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Para garantizar todas las operaciones de crédito del Eurosistema, no solo en el ámbito nacional sino también transfronterizo, puede utilizarse un conjunto común de activos admisibles. La movilización transfronteriza de los activos de garantía en la zona del euro se lleva a cabo, principalmente, a través del modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) y de los enlaces admitidos entre los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona. Mientras que el MCBC es un mecanismo proporcionado por el Eurosistema, los enlaces son una iniciativa impulsada por el mercado. Además, los activos de garantía transfronterizos pueden movilizarse, con carácter excepcional, en las cuentas de los BCN en un DCV (internacional) extranjero.

A finales de 2011, el importe de los activos de garantía transfronterizos (incluidos los activos negociables y no negociables) mantenidos por el Eurosistema ascendía a 731 mm de euros, un descenso con respecto a los 762 mm de euros registrados al cierre de 2010. En conjunto, a finales de 2011, los activos de garantía transfronterizos representaban el 29,9% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema.

SERVICIOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS DE GARANTÍA

En 2011, el MCBC continuó siendo el principal mecanismo para la movilización transfronteriza de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía que realiza el Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC disminuyeron desde 507 mm de euros a finales de 2010 hasta 434 mm de euros a finales de 2011. Los activos de garantía transfronterizos mantenidos, con carácter excepcional, en las cuentas de los BCN en un DCV (internacional) extranjero ascendían a 122 mm de euros a finales de 2011.

El MCBC fue implantado inicialmente en 1999 como solución provisional y, dado que se fundamenta en el principio de armonización mínima, los participantes en el mercado han solicitado algunas mejoras. En concreto, han pedido que deje de ser necesario repatriar los activos (negociables) de los DCV inversores a los DCV emisores antes de su movilización como garantía a través del MCBC, y que los servicios de gestión de activos de garantía tripartitos que actualmente se utilizan solo a nivel nacional se puedan emplear también a escala transfronteriza. El Eurosistema respalda la inclusión de estas mejoras en el MCBC y está trabajando en su incorporación al marco.

Las cuestiones relacionadas con la liquidación de valores en euros y la movilización de activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema se debaten en el seno del Grupo de Contacto sobre Infraestructuras de Valores en Euros, que es un foro integrado por representantes de las infraestructuras de mercado, de los participantes en el mercado y de los bancos centrales.

ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES NACIONALES

Los activos de garantía transfronterizos también pueden movilizarse utilizando enlaces entre los SLV nacionales. Sin embargo, estos enlaces solo se admitirán en las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen los estándares del Eurosistema en calidad de usuario. Una vez transferidos a otro SLV mediante enlaces admitidos, los valores se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo de garantía nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. El importe de los activos de garantía movilizados a través de los enlaces directos y de los enlaces en los que un depositario central de valores actúa como intermediario (*relayed links*) aumentó de 109 mm de euros a finales de 2010 a 175 mm de euros al cierre de 2011.

En 2011 se añadieron tres nuevos enlaces (dos enlaces directos y un *relayed link*) a la lista de enlaces admitidos. Actualmente las entidades de contrapartida disponen de un total de 54 enlaces directos y 8 *relayed links*, de los cuales solo un número reducido se utiliza de forma activa.

3 BILLETES Y MONEDAS

De conformidad con el artículo 128 del Tratado, el Consejo de Gobierno del BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes en euros en la Unión Europea, y el BCE y los BCN pueden emitir dichos billetes.

3.1 CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS

DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

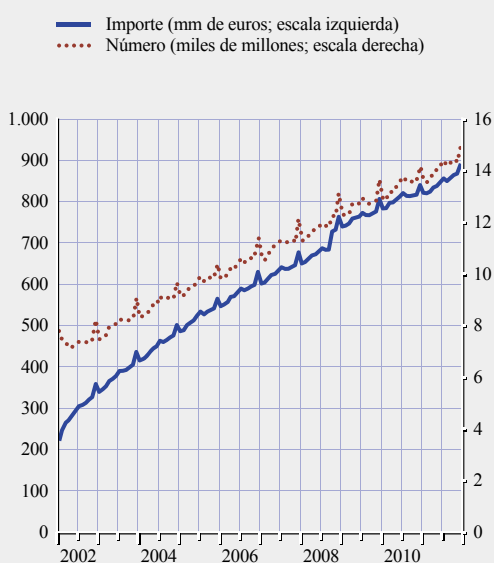
A finales de 2011 había 14.900 millones de billetes en circulación, por un importe total de 888,6 mm de euros, frente a los 14.200 millones de billetes registrados a finales de 2010, por un valor total de 839,7 mm de euros (véase gráfico 35). En 2011, la tasa de crecimiento interanual de los billetes de 5, 10 y 20 euros fue del 3% en términos de importe. Los billetes de 50 euros alcanzaron, con diferencia, la mayor tasa de crecimiento interanual (8,9%), seguidos de los billetes de 100 euros (6,4%). La demanda de billetes de 500 euros, que se utilizan en gran medida como depósito de valor, se intensificó en el segundo semestre de 2011 y su tasa de crecimiento interanual se situó en el

4,1% (véase gráfico 36), tras haberse mantenido bastante estable desde principios de 2010. La denominación de 50 euros fue la más utilizada y representó el 41% del número total de billetes en circulación. En términos de importe, los billetes de 50 euros y de 500 euros registraron el porcentaje más elevado, con un 34% cada uno.

Existen evidencias de que una parte significativa de los billetes de alta denominación se encuentra fuera de la zona del euro. Como consecuencia de las turbulencias financieras, la demanda externa de billetes en euros (al igual que la interna) aumentó a partir del otoño de 2008, pero disminuyó ligeramente en 2010, antes de volver a repuntar en 2011. Se estima que entre el 20% y el 25% del importe de los billetes en euros en circulación se mantiene fuera de la zona del euro, principalmente en los países vecinos. Estos billetes se utilizan, fundamentalmente, como depósito de valor, pero también para realizar operaciones en los mercados internacionales.

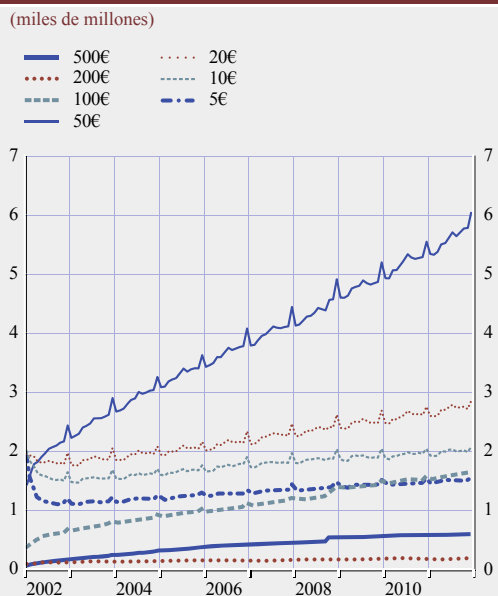
En 2011, la crisis de la deuda soberana generó un incremento de la demanda de billetes en

Gráfico 35 Número e importe de los billetes en euros en circulación



Fuente: BCE.

Gráfico 36 Número de billetes en euros en circulación, por denominaciones



Fuente: BCE.

euros en Grecia, especialmente de los billetes de 50 euros, que son los de denominación más alta expedidos por los dispensadores de efectivo en dicho país. Sin embargo, su impacto en la circulación total fue escaso.

En 2011, el número total de monedas en euros en circulación (es decir, la circulación neta, excluidas las reservas de los BCN de la zona del euro) creció un 5,2%, hasta situarse en 97.800 millones de unidades. Las monedas de baja denominación (de 1, 2 y 5 céntimos) representaron el 61% del número total de monedas en circulación. Al final de 2011, el importe de las monedas en circulación ascendió a 23,1 mm de euros, un incremento del 3,6% con respecto a finales de 2010.

SELECCIÓN DE BILLETES EN EL EUROSISTEMA

En 2011, los BCN de la zona del euro pusieron en circulación 34.000 millones de billetes, por valor de 1,1 billones de euros, y retiraron 33.200 millones de unidades, por importe de 1 billón de euros. Se procesaron 34.300 millones de billetes, utilizando máquinas de selección totalmente automatizadas, en las que se comprobaron la autenticidad de los billetes y su aptitud para volver a circular, con el fin de mantener la calidad y la integridad de los billetes en circulación conforme a los criterios mínimos comunes establecidos por el Eurosistema. En ese proceso se identificaron y destruyeron unos 5.700 millones de billetes clasificados como no aptos para la circulación. El porcentaje de billetes no aptos¹¹ se situó en el 16,5%, un nivel ligeramente inferior al registrado en 2010. La frecuencia media de retirada¹² de billetes en circulación volvió a disminuir, desde 2,46 a finales de 2010 hasta 2,30 al cierre de 2011, lo que significa que, en promedio, un BCN de la zona del euro retiró un billete cada cinco meses. Este descenso puede atribuirse, en gran medida, a la alta proporción de billetes de alta denominación, que suelen utilizarse principalmente como depósito de valor y, por tanto, registran una baja frecuencia de retirada. También puede imputarse, hasta cierto punto, a la tendencia de los BCN a externalizar sus actividades operativas y a la creciente

recirculación de efectivo por parte de terceros. Las frecuencias de retirada de los billetes de alta denominación fueron de 0,34 para los billetes de 500 euros, de 0,47 para los de 200 euros y de 0,73 para los de 100 euros, mientras que las de las denominaciones que se suelen utilizar para transacciones fueron más elevadas (1,73 para los billetes de 50 euros, 3,63 para los de 20 euros, 4,32 para los de 10 euros y 2,42 para los de 5 euros).

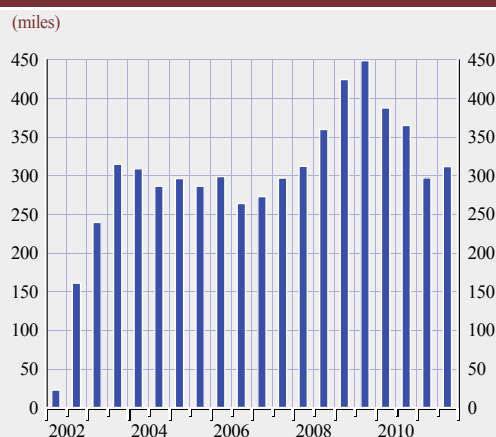
3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES

FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

En 2011, los Centros Nacionales de Análisis¹³ recibieron unos 606.000 billetes falsos en euros. En comparación con el número de billetes en euros auténticos en circulación, la proporción de falsificaciones se mantiene en un nivel muy bajo. El gráfico 37 muestra la evolución a largo plazo del número de billetes

- 11 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.
- 12 Definida como el número total de billetes retirados por los BCN de la zona del euro en un período dado, dividido por el número medio de billetes en circulación durante ese período.
- 13 Centros establecidos en cada Estado miembro de la UE para el análisis inicial de los billetes falsos en euros a escala nacional.

Gráfico 37 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación



Fuente: BCE.

falsos retirados de la circulación. Los billetes más falsificados fueron de las denominaciones de 20 euros y de 50 euros, que, en 2011, representaron el 47,5% y el 32,5% del total de falsificaciones, respectivamente. El gráfico 38 muestra la desagregación de las falsificaciones por denominaciones.

Aunque la confianza en la seguridad del euro está totalmente justificada por las medidas contra las falsificaciones puestas en marcha por las autoridades europeas e internacionales, ello no debería haber lugar para la complacencia. El BCE sigue aconsejando al público que permanezca atento a la posibilidad de fraude, que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire»¹⁴ y que no se limite a examinar solamente uno de los elementos de seguridad. Además, el Eurosistema imparte de forma continuada cursos de formación a los profesionales en el manejo de efectivo, tanto en Europa como en otros países, y distribuye material informativo actualizado como medida de apoyo a la lucha contra la falsificación, en la que el BCE colabora estrechamente con Europol y la Comisión Europea.

DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES A ESCALA MUNDIAL

La cooperación en materia de disuasión de las falsificaciones no se limita al ámbito europeo.

El Eurosistema participa activamente en los trabajos del Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones¹⁵. El BCE alberga el Centro Internacional para la Disuasión de las Falsificaciones (ICDC, en sus siglas en inglés), que actúa como centro técnico de este grupo. El ICDC mantiene también un sitio web¹⁶ que proporciona información y guía sobre la reproducción de imágenes de billetes, así como enlaces con sitios web nacionales.

3.3 PRODUCCIÓN Y EMISIÓN DE BILLETES

ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

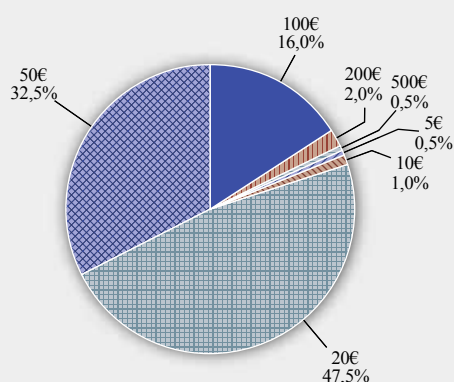
En 2011 se asignó a los BCN de la zona del euro la fabricación de un total de 6.000 millones de billetes en euros, por un importe de 171,3 mm de euros. La producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado establecido inicialmente en 2002. Según este procedimiento, cada BCN de la zona del euro es responsable de producir, en determinadas denominaciones, la parte que le es asignada del total de billetes necesarios (véase cuadro 13).

¹⁴ Véase el sitio web del BCE.

¹⁵ Un grupo de 32 bancos centrales e imprentas de billetes que colaboran bajo los auspicios del G 10.

¹⁶ Para más detalles, véase <http://www.rulesforuse.org>.

Gráfico 38 Desagregación de billetes falsos en euros en 2011, por denominaciones



Fuente: BCE.

Cuadro 13 Asignación de la producción de billetes en euros en 2011

Denominación (€)	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
5€	1.714,8	DE, IE, ES, FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
10€	1.541,2	DE, GR, FR, AT, PT
20€	536,6	FR, CY, LU, MT, NL, SI, SK, FI
50€	2.169,1	BE, DE, ES, IT
100€	0	-
200€	0	-
500€	56,2	AT
Total	6.017,9	

Fuente: BCE.

PLAN DE TRABAJO PARA UNA MAYOR CONVERGENCIA DE LOS SERVICIOS DE CAJA DE LOS BCN

En 2007 el Consejo de Gobierno adoptó un plan de trabajo articulado en fases para lograr, a medio plazo, una mayor convergencia de los servicios de caja de los BCN. Desde entonces se han ejecutado la mayoría de los puntos del plan, a saber: i) acceso remoto a los servicios de caja de un BCN extranjero; ii) aceptación de depósitos de monedas en las ventanillas de los BCN; iii) horario de apertura mínimo para los servicios de caja en al menos una sucursal de los BCN, y iv) introducción por parte de los BCN de un servicio común gratuito de ingresos y retiradas de billetes no orientados.

Los dos puntos restantes del plan de trabajo, que son la mensajería electrónica entre los BCN y los clientes profesionales nacionales e internacionales sobre operaciones de efectivo, y la convergencia del empaquetado de billetes para los servicios de caja de los BCN, están pendientes de implantación a medio plazo. Su aplicación en los BCN se realiza conforme a los calendarios individuales que se han comunicado al Consejo Europeo de Pagos y a la Asociación Europea de Transporte de Fondos, en su condición de principales partes interesadas a escala europea. Ambas medidas están encaminadas a facilitar las operaciones transfronterizas en efectivo y, por tanto, complementa el Reglamento (UE) nº 1214/2011 relativo al transporte profesional transfronterizo por carretera de fondos en euros entre los Estados miembros de la zona del euro, que entrará en vigor a finales de noviembre de 2012.

RECIRCULACIÓN DE BILLETES

La recirculación de billetes en euros por parte de las entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo se regula, desde el 1 de enero de 2011, mediante la Decisión BCE/2010/14 sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación. Además de las entidades de crédito y de otras entidades que manejan efectivo a título profesional, otros

agentes económicos, como los minoristas y los casinos, deben cumplir con los procedimientos del BCE cuando distribuyan billetes en euros al público a través de dispensadores de efectivo. Esto significa que hay que comprobar la autenticidad y aptitud de todos los billetes en euros recirculados a través de dispensadores de efectivo en la zona del euro, lo que resulta fundamental para mantener la integridad de los billetes en circulación.

EL PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA EN ASIA

El Consejo de Gobierno valoró positivamente el programa piloto de custodia externa de tres años para los billetes en euros, en cuyo marco el Bank of America Merrill Lynch (en Hong Kong) y el Bank of Ireland First Currency Services gestionaron los depósitos en una unión temporal con United Overseas Bank (en Singapur)¹⁷, durante 2011. El programa de custodia externa se ampliará de Asia a América del Norte y a Oriente Medio mediante un procedimiento de licitación pública, que se inició en el primer trimestre de 2012. Para evitar que se interrumpan los procedimientos establecidos dentro del programa actual relativos a la distribución de billetes a los mercados internacionales, el Consejo de Gobierno decidió prorrogar el programa vigente más allá del 1 de febrero de 2012, hasta que se hayan adjudicado los contratos a los licitantes cuya oferta resulte ganadora.

LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

En 2011, el Eurosistema siguió trabajando en una nueva serie de billetes en euros, centrándose en el desarrollo de los materiales de originación para la producción de billetes y realizando impresiones de prueba para valorar la capacidad de producir los nuevos billetes a gran escala. La nueva serie conservará los principales elementos gráficos de la primera serie de billetes. El calendario exacto y la secuencia de emisión se determinarán más adelante. El

¹⁷ El segundo depósito en Hong Kong, gestionado por HSBC, se cerró en octubre de 2010 debido a la retirada de HSBC de la distribución internacional de billetes al por mayor.

Eurosistema informará con suficiente antelación al público, a las entidades que manejan efectivo a título profesional y a los fabricantes de maquinaria para el tratamiento de billetes sobre las modalidades de introducción de los nuevos billetes. Los BCN de la zona del euro canjearán los billetes en euros de la primera serie sin límite de tiempo.

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, a otras tareas del SEBC y, desde su creación el 1 de enero de 2011, a la labor de la Junta Europea de Riesgo Sistemático (JERS). Estas estadísticas también son ampliamente utilizadas por las autoridades públicas –por ejemplo, en el marcador de la Comisión Europea para el seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos–, los participantes en los mercados financieros, los medios de comunicación y el público en general. En 2011, el proceso normal de difusión de las estadísticas de la zona del euro continuó desarrollándose puntualmente y sin problemas, al tiempo que se realizaron notables esfuerzos para seguir mejorando el marco estadístico del SEBC de conformidad con el programa de trabajo que se revisa todos los años. Los principales desafíos en 2011 tuvieron su origen en la demanda de datos para estadísticas idóneas para la función de estabilidad financiera, que puede requerir el uso de registros y bases de datos micro.

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

En junio de 2011, el BCE publicó estadísticas nuevas y mejoradas, basadas en los datos proporcionados por las IFM, las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y los fondos de pensiones, que amplían la cobertura estadística del sector financiero de la zona del euro y de los instrumentos financieros. Los nuevos detalles de las estadísticas mensuales sobre las partidas del balance de las IFM y sobre los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos frente a hogares y sociedades no financieras mejoran dos conjuntos de estadísticas que son importantes para analizar el sector emisor de dinero. Además, los dos nuevos conjuntos de datos trimestrales que contienen información sobre los saldos vivos y las operaciones de las sociedades instrumentales y sobre los saldos vivos y algunas operaciones

de las empresas de seguros y los fondos de pensiones –junto con las nuevas estadísticas sobre fondos de inversión publicadas a partir de 2010– cierran algunas brechas existentes en la presentación de información armonizada de los intermediarios financieros no bancarios de la zona del euro, un sector de creciente importancia para el análisis macroeconómico y financiero.

Al marco de difusión conjunta del Eurosistema publicado en los sitios web del BCE y de los respectivos BCN se ha añadido un nuevo cuadro sobre empresas de seguros y fondos de pensiones, en el que figuran los agregados de la zona del euro y todos los datos nacionales correspondientes. La difusión de las estadísticas también se mejoró, entre otras cosas, con la presentación de un video educativo sobre esta materia.

En mayo de 2011, el BCE introdujo una nueva herramienta de visualización para las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro y de cada uno de los Estados miembros. En respuesta a la mayor demanda de estadísticas fiscales desde el inicio de las crisis financiera y de deuda soberana, se han difundido nuevas desagregaciones de la deuda pública por instrumento financiero, plazos residual y en origen, moneda y tenedor.

4.2 OTRAS INNOVACIONES ESTADÍSTICAS

Apoyándose en el notable ejemplo de la base de datos de valores centralizada, que contiene datos de referencia, precios e información corporativa sobre cada uno de los valores que se consideran relevantes desde el punto de vista estadístico para el SEBC, el Consejo de Gobierno aprobó en 2011 la recopilación y la elaboración sistemáticas de estadísticas sobre tenencias de valores, basándose en información valor a valor. Este esfuerzo, que permitirá analizar con mayor detalle las tenencias de valores de los sectores institucionales, exigirá la preparación de un acto jurídico y la creación de una base de datos para elaborar estadísticas más armonizadas y de mayor calidad.

En noviembre de 2011, el BCE, en cooperación con la Comisión Europea, publicó los resultados de la encuesta sobre el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación, que cada dos años abarca a los 27 países de la UE y a diez países de las regiones vecinas, incluidos los países candidatos a la UE. Cada seis meses, el BCE realiza parte de la encuesta entre las empresas de la zona del euro, a fin de evaluar la evolución más reciente de sus condiciones de financiación.

Se siguió avanzando en la puesta en práctica de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares. La encuesta tiene por objeto proporcionar datos microeconómicos sobre los activos reales y financieros de los hogares, los pasivos, el consumo y el ahorro, la renta y el empleo, los futuros derechos en concepto de pensiones, las transferencias intergeneracionales y las donaciones, así como la actitud frente al riesgo. El trabajo de campo de la primera encuesta lo realizaron a finales de 2010 y comienzos de 2011 los BCN de la mayoría de los países de la zona del euro (en unos pocos casos, en colaboración con los institutos nacionales de estadística).

En enero de 2011, se publicó una Decisión del BCE relativa a la transmisión de datos confidenciales de conformidad con el marco común para los registros de empresas utilizados con fines estadísticos. La Decisión establece el formato y las medidas de seguridad y confidencialidad del intercambio de información con la Comisión Europea y los institutos nacionales de estadística. Además, el SEBC continuó su labor para crear un registro de todas las instituciones financieras de Europa, incluidos los grandes grupos bancarios y de seguros. Asimismo, el SEBC apoya las medidas que se están adoptando para crear un «identificador de entidad jurídica» global que permita identificar de manera inequívoca a las contrapartes que intervienen en las transacciones financieras, un proyecto de importancia clave para los responsables de la regulación financiera y para el sector financiero.

El BCE siguió colaborando estrechamente con Eurostat y con otros organismos internacionales como el BPI, el FMI, la OCDE y las Naciones Unidas. Con respecto a la adopción de nuevas normas estadísticas internacionales, el BCE, junto con Eurostat, centró especialmente la atención en la revisión del SEC 95, que es necesario armonizar con el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 y con la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI. Al mismo tiempo, se están revisando los actos jurídicos del BCE y de la UE para asegurarse de que las nuevas normas se apliquen en 2014 y se mejore progresivamente la puntualidad de las cuentas de la zona del euro. En marzo de 2011, el Consejo de Gobierno respaldó el adelanto de las fechas límite de presentación de las cuentas trimestrales de las Administraciones Públicas en el marco del programa de transmisión del SEC y de los datos sobre el procedimiento de déficit excesivo, a fin de facilitar la elaboración de cuentas trimestrales de la zona del euro plenamente integradas en t+90. Además, en diciembre de 2011 el Consejo de Gobierno aprobó la Orientación refundida y la Recomendación sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas del sector exterior, que mejora las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (incluidos, por ejemplo, los requisitos para las remesas transfronterizas de billetes en euros) y la puntualidad de las estadísticas exteriores de la zona del euro.

Las mejoras en la puntualidad, la calidad y la cobertura de las estadísticas son importantes para la función de política monetaria del BCE, pero también a efectos del análisis de la estabilidad financiera. En este contexto, el BCE proporcionó respaldo estadístico a la JERS, poniendo a su disposición datos bancarios consolidados semestrales y facilitando otra información conforme a lo establecido en la Decisión de la JERS sobre provisión y recopilación de la información de septiembre de 2011. También siguió colaborando estrechamente con las recién creadas Autoridades Europeas de Supervisión, en particular con la Autoridad Bancaria

Europea (EBA, en sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés). Los trabajos se centraron en permitir un intercambio de información apropiada y fiable de conformidad con la legislación europea, respetando al mismo tiempo la protección de la información confidencial. Además, se ha seguido trabajando en la armonización de las exigencias de información en materia de estadísticas y de supervisión. Con un flujo de datos eficiente se reducirá al mínimo la carga de información que soportan las entidades a las que, tanto el Eurosistema como las autoridades de supervisión, solicitan datos.

En el contexto de la cooperación a escala mundial, el BCE participa en las iniciativas respaldadas por el G 20, a fin de subsanar importantes lagunas de información en las estadísticas económicas y financieras. En su calidad de miembro del Grupo Interinstitucional sobre Estadísticas Económicas y Financieras, el BCE participa activamente en el cumplimiento del plan de acción del G 20 en relación con la medición de riesgos en el sector financiero, los vínculos financieros internacionales y la vulnerabilidad de las economías frente a las perturbaciones. El BCE también contribuyó a mejorar el sitio web de los principales indicadores mundiales (Principal Global Indicators).

5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

De conformidad con el enfoque adoptado en todo el Eurosistema, el objetivo de la investigación en el BCE es: i) aportar resultados relevantes para el asesoramiento en materia de política monetaria y de otras funciones propias del Eurosistema; ii) mantener y utilizar modelos econométricos para efectuar previsiones económicas y comparar los efectos de políticas alternativas; y iii) mantener el contacto con el mundo académico y con los investigadores, por ejemplo, mediante la publicación de los resultados de la investigación en revistas académicas con evaluación anónima y la participación y la organización de conferencias. En las dos secciones siguientes se analizan las principales actividades y áreas de de investigación en 2011.

5.1 ÁREAS DE INVESTIGACIÓN PRIORITARIAS Y RESULTADOS ALCANZADOS

En el BCE, la investigación económica se lleva a cabo de forma descentralizada en varias unidades de gestión de acuerdo con sus necesidades y experiencia. La Dirección General de Estudios se encarga de coordinar la investigación, además de producir trabajos de calidad. Su director general preside el Comité de Coordinación de la Investigación, que se ocupa de que la investigación realizada en el BCE se ajuste a las necesidades de la institución y de los procesos para la adopción de sus políticas. Cada año el Comité establece las áreas prioritarias y orienta la investigación hacia esas áreas. En 2011, las áreas de investigación prioritarias fueron: estabilidad financiera y supervisión y regulación macroprudenciales; mercados monetarios en una «nueva situación normal» y diseño del marco operativo posterior a la crisis; interacción entre la política monetaria y la política fiscal y efectos de los bajos tipos de interés y de las medidas no convencionales de política monetaria, y vigilancia de países.

La investigación sobre la estabilidad financiera y la supervisión y regulación macroprudenciales se centró, especialmente, en las relaciones macrofinancieras y en la política relativa al riesgo sistémico. La red de investigación macroprudencial del SEBC (ESCB Macro-

prudential Research Network) realizó avances significativos en esta área, y desarrolló modelos macrofinancieros que vinculan la estabilidad financiera con el comportamiento de la economía (véase sección 2.2 del capítulo 3). La primera conferencia pública de la red, en la que se presentaron varios trabajos de investigación, se celebró en octubre de 2011.

Por lo que se refiere al área de investigación relativa a los mercados monetarios y al marco operativo, se avanzó en el desarrollo de modelos para entender mejor las consecuencias del aumento de las tensiones en los mercados en la demanda de financiación del banco central y en el funcionamiento de los mercados monetarios en general. También se analizaron el diseño óptimo del marco operativo y las implicaciones de la regulación de la liquidez.

En cuanto a la estrategia de política monetaria, se llevaron a cabo trabajos de análisis sobre la interacción entre la política fiscal y la monetaria y sobre las medidas de política monetaria no convencionales. También se realizaron progresos en el desarrollo del análisis de mecanismos alternativos de formación de expectativas y de sus repercusiones en la dinámica del ciclo económico. Por lo que respecta al análisis de la política fiscal, se exploraron diversos aspectos de la deuda pública y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En el área de la vigilancia de países, se continuó desarrollando el nuevo modelo multipaíses, que se utilizó cada vez más en los escenarios multipaíses y de la zona del euro. El modelo de la economía mundial y de la zona del euro se amplió a fin de incluir a dos países más y se analizaron con él, entre otros temas, cuestiones relativas a los ajustes fiscal y estructural. También se tomaron las primeras medidas para establecer una red de investigación de la competitividad en el SEBC.

5.2 DIFUSIÓN DE LA INVESTIGACIÓN: PUBLICACIONES Y CONFERENCIAS

Como en años anteriores, los resultados de la investigación llevada a cabo por el personal del

BCE se publicaron en la serie de documentos de trabajo del BCE y en la de documentos ocasionales. En 2011 se publicaron 127 documentos de trabajo y 11 documentos ocasionales. Los expertos del BCE escribieron un total de 116 documentos de trabajo, muchos de ellos en colaboración con otros economistas del Eurosistema, y los restantes fueron elaborados por investigadores externos que intervinieron en conferencias y seminarios, participaron en redes de investigación o trabajaron en el BCE durante un período prolongado con el fin de concluir sus proyectos de investigación¹⁸. Como es habitual, se espera que la mayoría de los documentos se publique finalmente en revistas académicas de prestigio con evaluación anónima. En 2011, los expertos del BCE publicaron más de 124 artículos en revistas de esta naturaleza. Otra publicación periódica del BCE es el Boletín de Investigación (Research Bulletin)¹⁹, que sirve para difundir los trabajos de investigación que son de interés general para un público más amplio y del que se publicaron tres números en 2011. Entre los temas que se abordaron se incluyen: el análisis de la ejecución de la política monetaria en la zona del euro utilizando un modelo de búsqueda de empleo con fricciones (modelo de Diamond, Mortensen y Pissarides); las nuevas metodologías para medir el riesgo sistémico, la gestión de los desajustes cambiarios y los actuales desequilibrios por cuenta corriente; el seguimiento de las externalidades y el contagio; y el contenido informativo de la inflación subyacente.

En 2011, el BCE organizó por cuenta propia o en colaboración con otras instituciones 15 conferencias y seminarios sobre temas de investigación. Algunas de las conferencias las organiza el BCE en colaboración con el Centre for Economic Policy Research (CEPR), el Banco de Pagos Internacionales (BPI) y otros bancos centrales, tanto del Eurosistema como no pertenecientes a él. Al igual que en años anteriores, la mayor parte de las conferencias y seminarios estuvieron relacionados con áreas específicas incluidas en las áreas de investigación prioritarias. Los programas

y los trabajos presentados en ellos pueden consultarse en el sitio web del BCE.

Otro mecanismo tradicional para difundir los resultados de la investigación es la organización de series de seminarios, dos de las cuales tienen especial relevancia: los almuerzos-seminarios, organizados conjuntamente con el Deutsche Bundesbank y el Center for Financial Studies, y los seminarios de investigadores invitados. En ambos casos se trata de seminarios semanales en los que participan investigadores externos que presentan en el BCE sus trabajos más recientes. El BCE organiza, además, seminarios de investigación, de carácter ad hoc, fuera del ámbito de las dos series mencionadas.

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

19 En la sección «Publicaciones» del sitio web del BCE, pueden consultarse todos los Research Bulletins.

6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

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

De conformidad con lo dispuesto en la letra d del artículo 271 del Tratado, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento por parte de los 27 BCN de la UE y del BCE de las prohibiciones que se derivan de los artículos 123 y 124 del Tratado y de los Reglamentos (CE) n° 3603/93 y 3604/93 del Consejo. Con arreglo al artículo 123, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos, así como la adquisición directa de instrumentos de deuda, por el BCE y por los BCN en favor del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos de la UE. En virtud del artículo 124, queda prohibida cualquier medida, que no se base en consideraciones prudenciales, que establezca un acceso privilegiado del sector público de los Estados miembros y de las instituciones u organismos de la UE 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 también supervisa las adquisiciones en el mercado secundario de instrumentos de deuda del sector público del propio Estado miembro, del sector público de otros Estados miembros y de organismos e instituciones de la UE realizadas por los bancos centrales de la UE. De conformidad con los considerandos del Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, las adquisiciones de instrumentos de deuda del sector público en el mercado secundario no deben servir para eludir el objetivo del artículo 123 del Tratado. Es decir, tales adquisiciones no deben constituir una forma de financiación monetaria indirecta del sector público.

El ejercicio de supervisión correspondiente a 2011 indica que puede considerarse que en los siguientes casos se incumplieron las disposiciones de los artículos 123 y 124 del

Tratado y de los Reglamentos del Consejo relacionados.

En primer lugar, el Národná banka Slovenska adquirió un instrumento de deuda denominado en euros de una entidad del sector público en el mercado primario con fines de gestión de activos. Esta compra fue consecuencia de un fallo operativo y el instrumento se vendió inmediatamente tras advertir el error. En segundo lugar, De Nederlandsche Bank continuó realizando pagos a cuenta en el contexto de la operativa del sistema de garantía de depósitos holandeses. Hay una urgente necesidad de que, conforme al dictamen del BCE, se introduzcan las modificaciones exigidas en la legislación holandesa para que cumpla las disposiciones del Tratado sobre la prohibición relativa a la financiación monetaria.

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

6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 127 y el apartado 5 del artículo 282 del Tratado disponen que el BCE sea consultado acerca de cualquier propuesta de acto jurídico de la UE o de proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia²⁰. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en el sitio web del BCE. Los dictámenes del BCE sobre propuestas de legislación de la UE también se publican en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa en diciembre de 2009 y ante la creación de las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión a principios de 2011, el BCE desarrolló su postura sobre el ejercicio de su función consultiva en relación

²⁰ De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que se anexa al Tratado, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido, DO C 83, de 30.3.2010, p. 284.

con proyectos de actos delegados y de ejecución, según se definen en los artículos 290 y 291 del Tratado, respectivamente²¹. El BCE señaló que tales proyectos de actos deben considerarse «propuestas de actos de la Unión» en el sentido del primer guión del apartado 4 del artículo 127 y del apartado 5 del artículo 282 del Tratado. El BCE debe ser consultado a su debido tiempo sobre todo proyecto de acto de la Unión, inclusive los proyectos de actos delegados y de ejecución, que entren en su ámbito de competencias.

En 2011, el BCE adoptó 19 dictámenes sobre propuestas de legislación de la UE y 88 sobre proyectos de legislación nacional que entraban en el ámbito de competencias del BCE. En uno de los anexos a este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en 2011 y a principios de 2012.

DICTÁMENES SOBRE PROPUESTAS DE LEGISLACIÓN DE LA UE

Los dictámenes del BCE, emitidos a solicitud del Consejo de la Unión Europea, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea se refirieron, entre otros aspectos, a una modificación del artículo 136 del Tratado, a las propuestas de Directiva que sustituya a la Directiva de requerimientos de capital y a las normas aplicables a las ventas en corto.

En el Dictamen sobre una propuesta de modificación del artículo 136 del Tratado²² (véase capítulo 4) se reiteraba el llamamiento del BCE a que se dé un salto cualitativo en el gobierno económico de la UEM y se recalca la necesidad de establecer un marco permanente de gestión de crisis que, en última instancia, ofrezca apoyo financiero temporal a los países de la zona del euro que tengan dificultades para acceder a la financiación en los mercados. El BCE subrayó que el futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) debería diseñarse de modo que quede salvaguardado del riesgo moral. Aunque reconoce que podría actuar como agente fiscal para el MEDE, el BCE observó que la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del Tratado impediría

a este mecanismo ser entidad de contrapartida del Eurosistema a los efectos del artículo 18 de los Estatutos del SEBC.

En su Dictamen sobre las propuestas de Directiva que sustituya a la Directiva de requerimientos de capital²³, el BCE apoyó firmemente la aplicación puntual y efectiva de los acuerdos y las normas de liquidez de Basilea III (véase la sección 3 del capítulo 3). El BCE respaldó plenamente el objetivo de hacer frente a determinadas exposiciones a riesgos a través de actos delegados que faculten a la Comisión Europea para imponer requisitos prudenciales más estrictos en caso necesario, con el fin de afrontar los cambios de intensidad de los riesgos micro y macroprudenciales que se derivan de la evolución de los mercados, y recomendó que se permita que las autoridades nacionales también impongan requisitos prudenciales más estrictos para hacer frente a inquietudes concretas sobre la estabilidad financiera de un Estado miembro.

En su Dictamen acerca de una propuesta de Reglamento sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (también denominadas seguros de riesgo de crédito; CDS, en sus siglas en inglés)²⁴, el BCE expresó su apoyo al nuevo régimen de transparencia de las ventas en corto de acciones y la declaración obligatoria de las posiciones cortas netas significativas relacionadas con emisores de deuda soberana de la UE o de posiciones descubiertas equivalentes en permutas de cobertura por impago (véase sección 3 del capítulo 3). El Dictamen también formulaba recomendaciones sobre las normas de información y publicación, así como sobre los mecanismos de intercambio de información.

DICTÁMENES SOBRE PROYECTOS DE LEGISLACIÓN NACIONAL

El BCE recibió un número considerable de consultas de las autoridades nacionales, muchas

21 Véanse, por ejemplo, CON/2011/42, CON/2011/44 y CON/2012/5.

22 CON/2011/24.

23 CON/2012/5.

24 CON/2011/17.

de las cuales se referían a medidas relacionadas con la estabilidad de los mercados financieros en relación con la crisis financiera²⁵.

Varios Estados miembros consultaron al BCE sobre distintas medidas de intervención y resolución de crisis para entidades de crédito e instituciones financieras, algunas de conformidad con las referencias estructurales fijadas en los programas de apoyo de la UE y el FMI. Las propuestas tenían por objeto reforzar las facultades de supervisión en relación con instituciones financieras con problemas, incluida la posibilidad de transferir a otra entidad, como un banco puente, activos y pasivos de instituciones en dificultades. También establecían la creación de programas para financiar las medidas de resolución. En lo que respecta a Grecia²⁶, el BCE acogió positivamente la creación de una entidad de crédito transitoria como instrumento de resolución totalmente financiada por el Fondo Griego de Estabilidad Financiera. El BCE también acogió de manera favorable la responsabilidad asumida por el sector bancario de financiar una unidad de resolución separada en el Fondo Griego de Garantía de Depósitos e Inversiones a través de ingresos especiales. En otro Dictamen, el BCE apoyó la creación de un sistema de compensación para entidades de crédito en dificultades en Dinamarca²⁷. En el contexto de las medidas de intervención propuestas en los Países Bajos para situaciones de crisis²⁸, el BCE formuló comentarios sobre un régimen de expropiación especial para asegurar la estabilidad del sistema financiero y puso de relieve que la expropiación de instituciones con dificultades por parte del Estado debería seguir siendo un instrumento que se utilice en circunstancias excepcionales y claramente definidas. En el Dictamen sobre el marco de resolución de crisis de entidades bancarias de Portugal²⁹ se consideró el impacto resultante de otorgar preferencia en el orden de prelación de acreedores a las reclamaciones relativas a depósitos garantizados. En los dictámenes sobre los avales públicos de apoyo a los planes de reestructuración de Dexia³⁰ se subrayó la necesidad de que las respuestas de los Estados miembros a la situación financiera actual y los

criterios relativos a los avales públicos para la deuda bancaria sean coordinados y coherentes.

Varias consultas estuvieron relacionadas con la financiación y las funciones de los sistemas de garantía de depósitos³¹. El BCE acogió favorablemente los acuerdos de financiación ex ante del sistema de garantía de depósitos de los Países Bajos, aunque observó que el marco propuesto incluía modalidades de financiación anticipada por el banco central que son incompatibles con la prohibición de financiación monetaria.

El BCE también formuló comentarios sobre avances importantes en las estructuras de supervisión de los mercados financieros³². Acogió positivamente la propuesta de integrar la supervisión de los mercados financieros en el Lietuvos bankas. En cuanto a la transferencia de las funciones de supervisión al Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y al Lietuvos bankas conforme a sus respectivos proyectos de ley, el BCE aceptó los compromisos para financiar las nuevas funciones, remitiéndose al principio de independencia financiera.

El BCE adoptó varios dictámenes sobre los BCN, incluidos los relativos a los estatutos de los BCN de Grecia, Austria, Eslovenia, Malta, Lituania y Hungría³³. El BCE expresó su preocupación acerca de la independencia de los bancos centrales en relación con el nombramiento, la composición y las funciones del Consejo de la Seguridad Social del Banco de Grecia. En sus observaciones sobre las modificaciones propuestas a la Ley del Oesterreichische Nationalbank, el BCE recomendó que las causas de cese de los

25 Véanse, por ejemplo, CON/2011/21, CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/72, CON/2011/76, CON/2011/79, CON/2011/82, CON/2011/83, CON/2011/86, CON/2011/95 y CON/2011/103.

26 CON/2011/72.

27 CON/2011/45, para cuestiones relacionadas, véase también CON/2011/90.

28 CON/2011/60.

29 CON/2011/83.

30 CON/2011/79, CON/2011/82 y CON/2011/85.

31 CON/2011/15, CON/2011/76 y CON/2011/86.

32 CON/2011/5 y CON/2011/46.

33 CON/2011/36, CON/2011/38, CON/2011/40, CON/2011/43, CON/2011/46, CON/2011/91, CON/2011/99, CON/2011/104 y CON/2011/106.

miembros del Consejo de Gobierno se adapten plenamente a los Estatutos del SEBC. En relación con Lituania, el BCE consideró las modificaciones de las normas de distribución de beneficios del Lietuvos bankas en lo que respecta a la independencia financiera y la financiación

monetaria. En sus dictámenes sobre el Magyar Nemzeti Bank³⁴, el BCE expresó su profunda preocupación acerca de la independencia del banco central.

34 CON/2011/104 y CON/2011/106.

Recuadro 9

INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL EN HUNGRÍA

Desde 2010, el marco jurídico y operativo del Magyar Nemzeti Bank ha sido objeto de diversas modificaciones sustanciales que han causado preocupación en lo que se refiere a su compatibilidad con el principio de independencia recogido en el Tratado, y entre las que se incluyen:

- cambios en la remuneración del Gobernador y de otros altos cargos (CON/2010/56 y CON/2010/91);
- cambios en las normas de contratación y en la composición del Consejo Monetario (CON/2010/91 y CON/2011/104);
- revisión completa de la estructura de gobierno mediante la reinstauración del Comité Ejecutivo y el aumento del número de subgobernadores (CON/2011/104 y CON/2011/106);
- creación de un fundamento constitucional para la fusión del banco central y el supervisor financiero (CON/2011/106).

En los dictámenes más recientes sobre el Magyar Nemzeti Bank (CON/2011/104 y CON/2011/106), el BCE expresó su profunda preocupación sobre la independencia del banco central. Los constantes cambios en la composición de los órganos rectores del Magyar Nemzeti Bank, la ampliación del número de miembros del Consejo Monetario y la posibilidad de aumentar el número de subgobernadores –sin justificar debidamente la necesidad de modificar el marco institucional– se consideran posibles maneras de influir en el proceso de toma de decisiones. Las recientes y sucesivas enmiendas a la legislación relativa a los salarios de los miembros de los órganos rectores se han adoptado sin tener en cuenta la opinión del Magyar Nemzeti Bank en relación con su independencia financiera. El BCE también se ha pronunciado sobre una propuesta de cambio constitucional que permitiría fusionar el Magyar Nemzeti Bank con la Autoridad de Supervisión Financiera de Hungría para constituir una nueva institución y, en concreto, degradar al actual Gobernador y colocarlo bajo la autoridad del Presidente de la institución fusionada. En opinión del BCE, esta disposición constituye una amenaza para la independencia personal del Gobernador.

Además, en varias ocasiones los legisladores húngaros no cumplieron con su deber de consultar al BCE o de tener en cuenta sus dictámenes al adoptar legislación que afectaba al BCN.

Los incumplimientos del principio de independencia del banco central y de la obligación de consultar al BCE tuvieron como resultado la apertura, en enero de 2012, de un procedimiento de infracción contra Hungría por parte de la Comisión Europea.

En un Dictamen sobre el incremento de la cuota de Rumanía en el FMI³⁵, el BCE hizo referencia al principio de independencia del banco central, que exige que un BCN al que se ha encomendado el ejercicio de los derechos y obligaciones derivados de la pertenencia del país al FMI tome las decisiones relativas a la gestión de los derechos especiales de giro de manera totalmente independiente.

El BCE consideró cuestiones legales de convergencia al analizar la reforma de la Constitución polaca en lo que se refiere a la futura adopción del euro³⁶. El BCE formuló comentarios sobre los aspectos funcionales, institucionales y personales de la independencia del banco central y sobre cuestiones relativas a la integración del Narodowy Bank Polski en el Eurosistema.

El BCE emitió varios dictámenes sobre la circulación de billetes y monedas y la protección contra la falsificación de billetes en euros³⁷. En sus comentarios sobre las propuestas para adaptar la normativa nacional al marco legal armonizado establecido en la Decisión BCE/2010/14³⁸, el BCE consideró que era fundamental que la legislación nacional por la que se aplica lo dispuesto en la Decisión no se aparte de sus disposiciones generales, salvo que se establezca expresamente en la Decisión.

CASOS DE INCUMPLIMIENTO

En 2011, el BCE contabilizó 20 casos de incumplimiento de la obligación de consultarle sobre proyectos de legislación nacional³⁹, incluidos dos casos en los que el BCE emitió un dictamen por iniciativa propia. Los diez casos que se presentan a continuación se consideraron claros e importantes⁴⁰.

El Ministerio de Hacienda griego no consultó al BCE en tres ocasiones. El primer caso se refería a la ampliación de la validez del coeficiente de contratación impuesto a las entidades del sector público en 2010, inclusive en relación con el Bank of Greece. Este caso estaba relacionado con la independencia del BCN, que es un asunto de importancia general para el SEBC. Además,

no se consultó al BCE acerca de importantes cambios legislativos relativos al reforzamiento de la liquidez en la economía tras la crisis financiera internacional y de medidas en materia de resolución y supervisión de entidades de crédito. Estos casos se referían a la crisis de la deuda soberana y a las medidas de austeridad, cuestiones ambas de gran importancia para el SEBC.

Hungría no cumplió con la obligación de consultar al BCE en cuatro ocasiones. Dos casos relacionados con proyectos de ley relativos a los préstamos en moneda extranjera eran de importancia general para el SEBC, porque afectaban a la estabilidad financiera y al riesgo asociado con los préstamos en moneda extranjera. El tercer caso se refería a la Ley del Magyar Nemzeti Bank, cuyo proyecto preliminar fue sometido a consulta, pero que, posteriormente, se modificó sustancialmente. El BCE no fue consultado adecuadamente sobre los plazos y el alcance de las modificaciones. Por último, las autoridades húngaras no consultaron al BCE acerca de una enmienda constitucional que permite que el Magyar Nemzeti Bank se fusione con la Autoridad de Supervisión Financiera (véase recuadro 9). Estos últimos casos eran de importancia general para el SEBC, dado que afectaban a la independencia del banco central.

Los otros tres casos se referían a Lituania, los Países Bajos y España. Las autoridades lituanas no consultaron al BCE sobre las modificaciones de varios actos jurídicos de carácter financiero

35 CON/2011/102.

36 CON/2011/9.

37 Por ejemplo, CON/2011/19, CON/2011/51, CON/2011/59, CON/2011/64 y CON/2011/92.

38 Decisión BCE/2010/14 del Banco Central Europeo de 16 de septiembre de 2010 sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación (DO L 267, 9.10.2010, p. 1).

39 En 2011 no se identificó ningún caso de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre proyectos de legislación de la UE.

40 El BCE entiende por «claros» los casos en los que no existe duda legal de que el BCE debería haber sido consultado, y por «importantes», los casos: i) en los que, si se hubiera realizado adecuadamente la consulta, el BCE hubiera formulado comentarios fundamentales sobre el fondo de la propuesta legislativa, y/o ii) de importancia general para el SEBC.

que atribuían determinadas competencias adicionales al Lietuvos bankas para hacer frente a los problemas de los bancos en dificultades y facilitar la creación de un banco puente. Este caso era de importancia general para el SEBC, ya que trataba de medidas de resolución bancaria. El Ministerio de Hacienda de los Países Bajos no consultó al BCE sobre un proyecto legislativo por el que la financiación del sistema de garantía de depósitos de dicho país pasa de ser ex post a ex ante. Este constituía un caso claro e importante, puesto que concernía a la financiación monetaria, que es de importancia general para el SEBC. Por último, el BCE no fue consultado sobre la modificación de la normativa española relativa a los fondos de garantía de depósitos, que supuso especialmente un aumento de la contribución ex ante por parte de las instituciones financieras. Este fue un caso claro e importante, dado que estaba relacionado con el sistema de garantía de depósitos y a su financiación, que es de importancia general para el SEBC.

Se consideró que hubo casos claros y repetitivos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE por parte de Grecia y Hungría en 2011. Los casos repetitivos son aquellos en los que el mismo Estado miembro no consulta al BCE al menos en tres ocasiones durante dos años consecutivos, con al menos un caso de incumplimiento en cada uno de los años considerados.

6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO

Conforme a solicitudes anteriores, en 2011, el BCE continuó gestionando o procesando varias operaciones de endeudamiento y de préstamo.

El BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamos concluidas por la UE con arreglo al mecanismo de ayuda financiera a medio plazo, según establece la Decisión BCE/2003/14, de 7 de noviembre de 2003⁴¹. En 2011, el BCE recibió dos pagos por cuenta

de la UE y los transfirió al país prestatario (Rumanía). Los pagos de intereses de diez préstamos y el principal de uno fueron procesados por el BCE. A 31 de diciembre de 2011, el importe total del saldo vivo de las operaciones de préstamo de la UE en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo ascendía a 11,4 mm de euros.

El BCE sigue siendo responsable de procesar, por cuenta de los prestamistas y de los prestatarios, todos los pagos relacionados con el acuerdo de préstamo suscrito con Grecia⁴². En 2011, el BCE recibió cuatro pagos de los prestamistas y los transfirió al Bank of Greece, en su calidad de agente del prestatario. El BCE procesó los pagos de intereses de cinco préstamos. A 31 de diciembre de 2011, el saldo vivo de los préstamos bilaterales mancomunados concedidos a Grecia ascendía a 52,9 mm de euros.

El BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo concluidas por la UE con arreglo al Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF)⁴³. En 2011, el BCE recibió diez pagos por cuenta de la UE y los transfirió a los países prestatarios (Irlanda y Portugal). El pago de intereses de un préstamo fue procesado por el BCE. A 31 de diciembre, el saldo vivo total de las operaciones de préstamo concluidas por la UE con arreglo al EFSM ascendía a 28 mm de euros.

41 De conformidad con el párrafo 2 del artículo 141 del Tratado, los artículos 17, 21.2, 43.1 y 46.1 de los Estatutos del SEBC y el artículo 9 del Reglamento (CE) nº 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002.

42 En el contexto del acuerdo de préstamo suscrito entre los Estados miembros cuyo moneda es el euro (distintos de Grecia y de Alemania) y el Kreditanstalt für Wiederaufbau (en aras del interés público, sujeto a las instrucciones de la República Federal de Alemania y con su aval), como prestamista, y la República Helénica como prestatario y el Bank of Greece como agente del prestatario, y en virtud de lo previsto en el artículo 2 de la Decisión BCE/2010/4, de 19 de mayo de 2010.

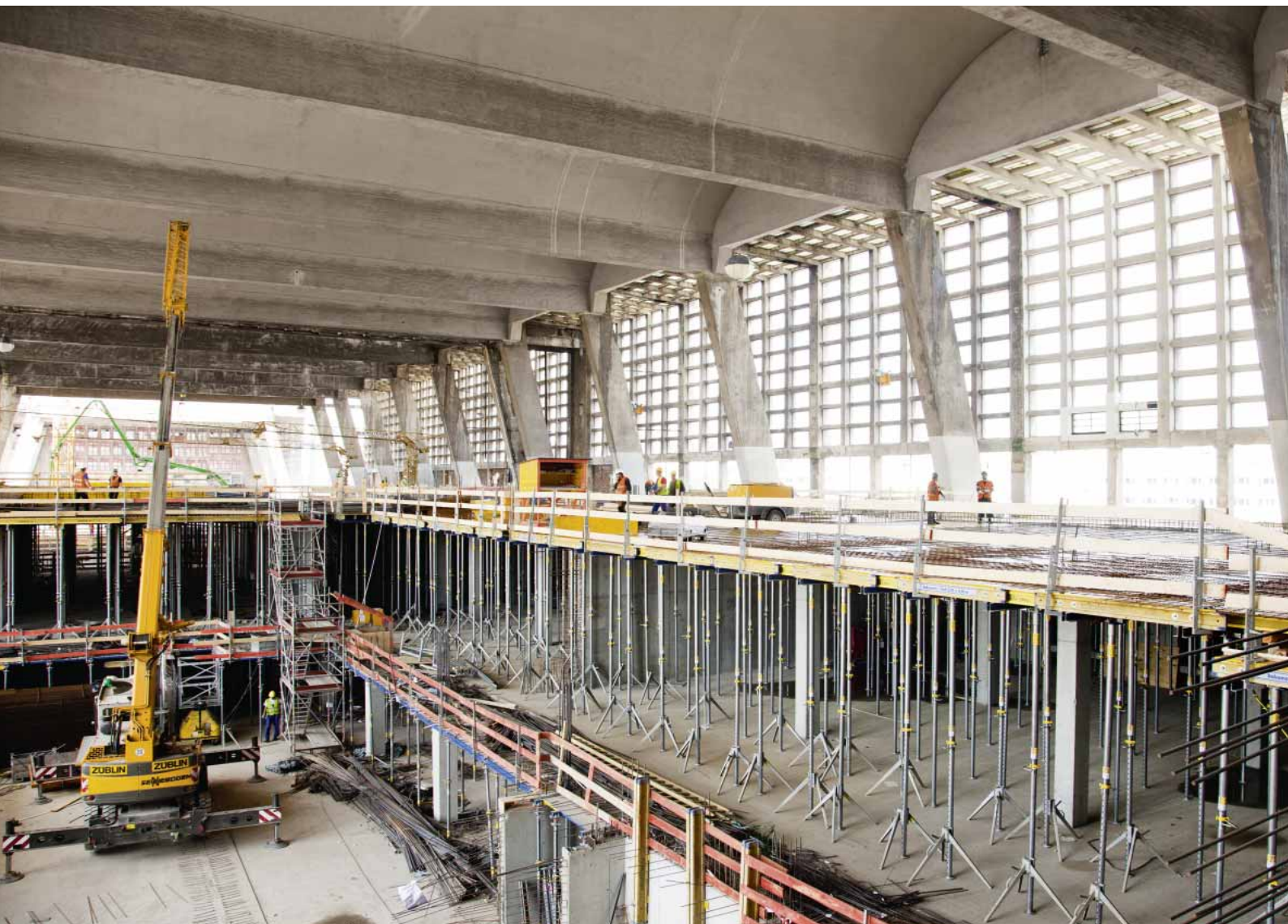
43 De conformidad con el párrafo 2 del artículo 122 y del párrafo 1 del artículo 131 del Tratado, los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC y el artículo 8 del Reglamento (UE) nº 407/2010 del Consejo, de 10 de mayo de 2010.

El BCE sigue siendo responsable de gestionar los préstamos concedidos por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF, en sus siglas en inglés) a los Estados miembros cuya moneda sea el euro⁴⁴. En 2011, el BCE recibió seis pagos por cuenta de la FEEF y los transfirió a los países prestatarios (Irlanda y Portugal). Los pagos de intereses de dos préstamos fueron procesados por el BCE. A 31 de diciembre de 2011, el saldo vivo de los préstamos concedidos por la FEEF ascendía a 16,3 mm de euros.

6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA

En 2011 se siguió prestando una amplia gama de servicios dentro del marco establecido en el año 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en 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 condiciones uniformes conforme a los estándares generales del mercado. El BCE desempeña una función de coordinación general y garantiza el buen funcionamiento del marco. El número de clientes de los servicios del Eurosistema permaneció estable en 2011. Con respecto a los servicios prestados, en 2011 el total de saldos de efectivo (incluidos los depósitos) y de valores experimentó un aumento considerable (8%).

⁴⁴ De conformidad con los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC (en conjunción con el artículo 3(5) del Acuerdo Marco de la FEEF modificado).



El Grossmarkthalle albergará un centro de visitantes, el restaurante de empleados, la cafetería y varias salas de conferencias. Estas zonas se integran en el espacio del antiguo mercado de manera independiente conforme al sistema de «una casa dentro de otra casa».

El sótano del Grossmarkthalle se ha sustituido por un nuevo sótano estanco capaz de soportar el peso de los nuevos elementos arquitectónicos que actualmente se incorporan al espacio del antiguo mercado.

También siguen su curso los trabajos de restauración de la fachada de celosía de hormigón y de las bóvedas del techo.

**ESTABILIDAD
FINANCIERA, TAREAS
RELACIONADAS CON EL
FUNCIONAMIENTO DE LA
JERS E INTEGRACIÓN
FINANCIERA**

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. También asesora a estas autoridades y a la Comisión Europea sobre el alcance y la aplicación de la legislación de la UE en estos ámbitos.

Tras el establecimiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) el 16 de diciembre de 2010 (véase la sección 2 de este capítulo), el 1 de enero de 2011 entró en funcionamiento el nuevo marco europeo de supervisión con la creación de tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) encargadas de las entidades de crédito (Autoridad Bancaria Europea, EBA, en sus siglas en inglés), los valores y los mercados (Autoridad Europea de Valores y Mercados ESMA, en sus siglas en inglés), y los seguros y las pensiones de jubilación (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, EIOPA, en sus siglas en inglés). Este marco ha contribuido a reforzar sustancialmente la estructura de supervisión europea a escala microprudencial y, por primera vez, también macroprudencial.

1.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

EL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO

El BCE, en colaboración con el Comité de Estabilidad Financiera (FSC, en sus siglas en inglés) del SEBC, realiza un seguimiento de los riesgos que afectan a la estabilidad financiera y evalúa la capacidad de resistencia del sistema financiero de la zona del euro¹. En esta importante tarea, la atención se centra principalmente en las entidades de crédito, ya que, en Europa, continúan siendo los principales intermediarios financieros. No obstante, debido a la creciente importancia de los mercados financieros, de las infraestructuras financieras y de otras instituciones financieras, y a su vinculación con entidades bancarias, es necesario que el SEBC realice también un

seguimiento de la vulnerabilidad de estos otros componentes del sistema financiero.

En 2011, los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro aumentaron considerablemente a medida que empeoraba la crisis de la deuda soberana y se intensificaba su nociva interrelación con el sector bancario. Concretamente en la segunda mitad del año, se acentuaron las vulnerabilidades al propagarse la crisis de la deuda soberana de algunos de los países más pequeños de la zona del euro a algunos de los más grandes. A estos factores de contagio se les sumó, de manera significativa, el deterioro de las perspectivas de crecimiento macroeconómico, especialmente hacia finales de año. El riesgo de nuevos contagios fue mayor en aquellos países que parecían presentar una combinación de vulnerabilidad o deterioro de las posiciones fiscales, débiles condiciones macrofinancieras, ausencia de voluntad política para aplicar las reformas institucionales necesarias y la posibilidad de que el sector bancario registrara nuevas pérdidas significativas.

En este entorno de contagio, las entidades de crédito de la zona del euro experimentaron considerables tensiones de financiación. Aunque estas tensiones quedaron mitigadas con la provisión oportuna de abundante liquidez por parte del banco central, a lo largo del año se plantearon problemas de financiación a medio y a largo plazo, graves en algunos casos. Las entidades de crédito de la zona tuvieron que hacer frente a una caída en la confianza de los mercados que provocó un brusco aumento de los costes de financiación y restricciones generalizadas en el acceso a la financiación a plazo, en particular para las entidades de crédito radicadas en los países de la zona del euro con problemas de deuda soberana. Las tensiones de financiación afectaron especialmente a las entidades con una fuerte dependencia de la

¹ Desde finales de 2004, el BCE publica un informe semestral sobre la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro titulado «Financial Stability Review». En esta publicación, que puede consultarse en el sitio web del BCE, se presentan los principales resultados del seguimiento de la estructura y de la estabilidad del sector bancario.

financiación mayorista a plazo sin garantía, incluida la volátil financiación en dólares estadounidenses. Además, se observó cierta segmentación en los mercados de financiación con garantías, como el mercado de cesiones temporales, en el que los bonos emitidos por países con tensiones en la deuda soberana recibían una valoración relativamente más baja que otros bonos, afectando así negativamente a los costes de financiación de las entidades de crédito que contaban con utilizar aquellos bonos como activos de garantía en las operaciones de cesión temporal. El acceso a la financiación también se vio muy influido por la preocupación acerca de la calidad de los activos de algunas entidades, especialmente en relación con las exposiciones a los mercados de la vivienda que habían vivido anteriormente un período de apogeo. En general, la transmisión de las tensiones de los emisores soberanos a las entidades de crédito se intensificó y provocó una crisis sistémica.

La evolución de la situación financiera de los grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro fue dispar en los tres primeros trimestres de 2011. Tras el buen comportamiento generalizado de los beneficios observado en el primer trimestre de 2011, los resultados del segundo trimestre mostraron un deterioro general, que se debió a las difíciles condiciones a las que tuvieron que hacer frente las entidades de crédito, caracterizadas por una evolución adversa de los mercados de financiación y de negociación, a una primera ronda de reducciones del valor de la deuda pública griega y a un entorno económico mundial peor de lo esperado. Al mismo tiempo, los esfuerzos de las entidades por obtener capital y reducir los activos ponderados por el riesgo, sobre los que también incidieron las pruebas de resistencia realizadas por la EBA a escala de la UE en 2011, contribuyeron a incrementar los ratios de capital regulatorio². Los resultados correspondientes al tercer trimestre confirmaron la tendencia decreciente de los beneficios. Los márgenes financieros de muchos grupos bancarios grandes y complejos disminuyeron como consecuencia de deterioros adicionales de la deuda soberana de Grecia y de los limitados ingresos procedentes de la cartera de negociación.

Algunas entidades redujeron su exposición a la deuda soberana de los países de la zona del euro que estaban experimentando dificultades, vendiendo o no renovando los activos que iban venciendo. Entre los aspectos positivos que cabe destacar, los márgenes de intermediación y, en menor medida, los ingresos por comisiones, se mantuvieron prácticamente estables en los tres primeros trimestres de 2011. La diversificación de actividades en distintas regiones geográficas ayudaron a que algunos grupos bancarios grandes y complejos siguieran obteniendo beneficios, pese a las dificultades que algunos afrontaron en sus mercados nacionales.

Las presiones sobre la financiación y las necesidades de despalancamiento relacionadas con el capital reaparecieron en 2011, con las consecuencias negativas que ello supone para la disponibilidad de crédito, sobre todo en países con problemas en los mercados de deuda soberana en los que el coste y la disponibilidad de financiación a medio y a largo plazo se vieron afectados más negativamente. Es importante observar que las vulnerabilidades detectadas en el sector bancario de la zona del euro en 2011 fueron muy heterogéneas en los distintos países y entidades de crédito, como consecuencia de las diferencias en las exposiciones geográficas y sectoriales al riesgo de crédito, en los modelos de negocio y, especialmente, en la situación fiscal del país en el que estén radicadas las entidades. Los indicadores de mercado apuntaron a un deterioro significativo en las expectativas de obtención de beneficios de los grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro. Los índices bursátiles del sector bancario de la zona y del resto del mundo se situaron considerablemente por debajo de los índices generales de referencia, mientras que las correspondientes medidas de volatilidad alcanzaron máximos no observados desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

2 Las pruebas de resistencia llevadas a cabo en la UE fueron coordinadas por la EBA, en estrecha colaboración con el BCE y la Comisión Europea. En los sitios web de la EBA y de las autoridades nacionales participantes puede consultarse una descripción detallada de la metodología, así como los resultados, que se publicaron a mediados de julio.

Esta intensificación generalizada de los riesgos para la estabilidad financiera puso de manifiesto la urgente necesidad de adoptar medidas audaces y enérgicas dentro y fuera de la zona del euro. Junto con las decisiones tomadas a escala nacional para acelerar la consolidación de las finanzas públicas y reforzar las reglas fiscales nacionales, las medidas adoptadas en las reuniones del Consejo de la Unión Europea y en las celebradas por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro en julio, octubre y diciembre de 2011 se refirieron asimismo a varias áreas cruciales para restablecer la estabilidad financiera de la zona. Una medida clave fue el reforzamiento de la capacidad de préstamo de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y la ampliación de su mandato. Con el fin de rediseñar totalmente la gobernanza de la zona del euro, en la cumbre de la UE celebrada los días 8 y 9 de diciembre de 2011 se acordó avanzar hacia la unión económica y establecer un nuevo pacto fiscal plasmado en el acuerdo alcanzado por 25 de los 27 Estados miembros de la UE el 30 de enero de 2012. La aplicación íntegra de las medidas anunciadas y el adelanto de la entrada en vigor del Mecanismo Europeo de Estabilidad deberían reducir los efectos negativos de retroalimentación entre unas finanzas públicas vulnerables, el sector financiero y el crecimiento económico. Como complemento de esta medida se presentó una estrategia global para reforzar el capital y la capacidad de financiación de las entidades de crédito de la UE, consistente en exigir a los grandes bancos que constituyeran un colchón de capital de carácter temporal y alcanzar una ratio de capital de máxima calidad (*core tier 1*) del 9% en junio de 2012, a más tardar. Todo ello se tradujo en unas necesidades de capital estimadas para el sector bancario de la UE de 114,7 mm de euros. Con el fin de evitar un desapalancamiento de activos excesivo para subsanar los problemas de capital identificados, que podría tener un efecto negativo sobre la economía real, los planes de ajuste de los balances de las entidades de crédito serán objeto de un estrecho seguimiento tanto a escala nacional como europea. Además, la necesidad de facilitar el acceso a la financiación a plazo se abordó mediante la reintroducción de los programas de

avales públicos a la financiación coordinados por la UE. Por último, las medidas de apoyo al crédito del Eurosistema, que incluyen dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años, sirvieron para asegurar que las entidades de crédito de la zona del euro continúen teniendo acceso a fuentes de financiación estables. Como resultado, las tensiones existentes en los mercados de financiación disminuyeron ligeramente a principios de 2012.

OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En 2011, la preocupación sobre la estabilidad de otras instituciones financieras no fue tan profunda como la existente acerca de la estabilidad del sector bancario de la zona del euro. No obstante, el sector financiero no bancario también se vio afectado por la pérdida de confianza en los mercados financieros resultante de las fuertes interrelaciones entre los sectores financieros y entre los distintos segmentos del mercado. La solidez financiera de las grandes empresas aseguradoras de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en los tres primeros trimestres de 2011. La rentabilidad de las grandes empresas de reaseguros de la zona del euro repuntó con respecto a los reducidos niveles registrados en el primer trimestre, cuando las catástrofes naturales hicieron que aumentaran las reclamaciones. En general, parece que el colchón de capital del sector resultó ser adecuado para resistir las dificultades registradas en el primer semestre del año, lo que es posible atribuir, en parte, a que las empresas de seguros prefirieron mantener un exceso de capital para conservar la calificación crediticia fijada como objetivo, pero también a la acumulación preventiva de reservas adicionales en una situación económica incierta. Un riesgo importante que afrontan las empresas de seguros de la zona del euro es la posibilidad de que un período prolongado de bajos tipos de interés, en particular de la deuda pública con calificación AAA, reduzca la rentabilidad de los productos de seguro de vida garantizados y lastre las rentas de inversión y la posición de solvencia en general. Además, el reducido valor de mercado de los bonos emitidos por los países y los sectores más afectados por la crisis actual tiene el riesgo de

afectar negativamente a las empresas de seguros que han invertido en estas carteras.

El sector de fondos de inversión libre (*hedge funds*) registró pérdidas considerables en 2011, aunque no tan elevadas como las que se produjeron en el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers. Además, en comparación con ese período, el nivel de apalancamiento del sector era más reducido, lo que contribuyó a aliviar las necesidades de financiación causadas por los ajustes de los márgenes de garantía exigidos por los intermediarios que proporcionan liquidez a estos fondos (*prime brokers*). Unas retiradas de fondos superiores a lo habitual por parte de los inversores todavía pueden generar un riesgo de liquidez, pese a que muestran generalmente una acusada preferencia por los fondos de inversión libre en un entorno de tipos de interés nominales reducidos. Aunque, en líneas generales, parece que estos fondos desempeñaron un papel bastante limitado en la zona del euro (al final del tercer trimestre de 2011, los activos de los fondos de inversión libre de la zona ascendían a 119 mm de euros), forman parte de la compleja red del «sector bancario en la sombra», por su participación en actividades de titulización o en el mercado de repos. El sector bancario en la sombra incluye actividades relacionadas con la intermediación de créditos, como la transformación de la liquidez y de los plazos, que se realizan fuera del sistema bancario convencional. En la zona del euro, los activos de los sectores relacionados con la banca en la sombra ascendían a 11 billones de euros en el tercer trimestre de 2011. En términos relativos, estos activos representan el 27,7% de los activos totales del agregado del sector bancario más el sector bancario en la sombra³, lo que muestra que este último sector desempeña un papel importante en la intermediación financiera, en general, y en las actividades de financiación de las entidades de crédito, en particular.

1.2 MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

En 2011 continuaron los trabajos en el ámbito de la gestión y resolución de crisis, realizándose

esfuerzos por mejorar las normas y estándares a escala internacional y de la UE.

En la UE, la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea inició una consulta pública en enero de 2011 sobre el nuevo marco de la UE para la gestión de crisis en el sector financiero, en la que se exponían los detalles técnicos del marco trazado en la comunicación de la Comisión de octubre de 2010⁴. En su contribución a esta consulta⁵, el SEBC respalda plenamente el objetivo principal de la propuesta de la Comisión de desarrollar un marco de gestión y resolución de crisis para las instituciones financieras de la UE. En concreto, el SEBC comparte la opinión de que el objetivo primordial del nuevo régimen de la UE debería ser que todas las instituciones puedan quebrar de una manera tal que quede garantizada la estabilidad del sistema financiero de la UE en su conjunto y se minimicen los costes públicos y las distorsiones económicas. Se espera que la Comisión presente la propuesta de Directiva sobre un nuevo marco de resolución en la primavera de 2012.

Este nuevo marco de la UE para la gestión y resolución de crisis también se ha inspirado en varias iniciativas nacionales en marcha algunos Estados miembros de la UE y que modifican sus marcos nacionales de resolución de crisis en el sector financiero. El BCE emitió varios Dictámenes sobre estas iniciativas y también contribuyó directamente a los trabajos relacionados con los nuevos regímenes de resolución en los países acogidos a programas de asistencia financiera de la UE y el FMI (Irlanda, Grecia y Portugal)⁶.

En 2011, el BCE apoyó activamente los trabajos realizados por el Grupo de Trabajo Ad Hoc sobre Gestión de Crisis del Comité Económico y Financiero y por el Comité Técnico Consultivo

3 Según las estadísticas del BCE y de Eurostat.

4 Para más detalles de la consulta, véase el sitio web de la Comisión Europea (<http://ec.europa.eu>).

5 Para más detalles de esta contribución, véase el sitio web del BCE.

6 Véanse, por ejemplo, los Dictámenes CON/2011/39, CON/2011/45, CON/2011/60, CON/2011/72 y CON/2011/84. Todos los Dictámenes del BCE se publican en el sitio web del BCE.

de la JERS, relacionados con la adopción de medidas correctivas y de respaldo por parte de los Estados miembros para abordar los riesgos para la estabilidad financiera que podrían derivarse de la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de la EBA (o de pruebas basadas en los mercados).

En el ámbito internacional, en la cumbre de Cannes celebrada los días 3 y 4 de noviembre de 2011, los líderes del G 20 aprobaron la aplicación de un conjunto integrado de medidas para hacer frente a los riesgos para el sistema financiero mundial derivados de instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI, en sus siglas en inglés), entre las que se incluye un nuevo estándar internacional sobre regímenes de resolución. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) ha desarrollado este nuevo estándar – «Características Esenciales de los Regímenes de Resolución» o «Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions»⁷ – como punto de referencia para las reformas de los marcos de resolución nacionales, con el fin de reforzar los poderes de las autoridades para actuar de manera ordenada y sin exponer a los contribuyentes al riesgo de pérdidas en relación con instituciones financieras con problemas⁸. El grupo inicial de 29 SIFI internacionales tendrá que cumplir las exigencias relacionadas con los planes de recuperación y resolución a finales de 2012, a más tardar. El BCE, en calidad de miembro del FSB, ha apoyado y ha contribuido activamente a esta iniciativa participando plenamente en las actividades del Comité Director sobre Regímenes de Resolución (Resolution Steering Group), el Grupo de Trabajo sobre Gestión de Crisis Transfronterizas (Cross-Border Crisis Management Working Group) y el Grupo de Trabajo sobre la Capacidad de Absorción de Pérdidas de los Instrumentos de Deuda (Bail-in Working Group) del FSB.

7 Disponibles en el sitio web del FSB (www.financialstabilityboard.org).

8 Los *Key Attributes* identifican doce características fundamentales de los regímenes de resolución, que constituyen el estándar mínimo que deben cumplir estos regímenes en todas las jurisdicciones: i) ámbito de aplicación, ii) autoridad de resolución, iii) poderes de resolución, iv) compensación, neteo, aportación de garantías, segregación de activos de clientes, v) salvaguardias, vi) financiación de entidades en proceso de resolución, vii) condiciones jurídicas del marco de cooperación transfronteriza, viii) Grupos de Gestión de Crisis, ix) acuerdos de cooperación transfronteriza para instituciones concretas, x) evaluaciones de posibilidades de resolución, xi) planificación de la recuperación y resolución, y xii) acceso e intercambio de información.

2 TAREAS RELACIONADAS CON EL FUNCIONAMIENTO DE LA JUNTA DE RIESGO SISTÉMICO

2.1 MARCO INSTITUCIONAL

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), cuyo primer año de funcionamiento fue 2011, es responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE, y al BCE le corresponde asumir las funciones de Secretaría y proporcionar apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. La JERS se estableció en virtud del Reglamento (UE) n° 1092/2010, de 24 de noviembre de 2010, del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico⁹. Además, el Reglamento (UE) n° 1096/2010 del Consejo, de 17 de noviembre de 2010¹⁰, por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Durante los primeros cinco años de existencia, el presidente del BCE será el presidente de la JERS. Así pues, hasta el 31 de octubre de 2011 la JERS estuvo presidida por Jean-Claude Trichet y desde el 1 de noviembre la preside Mario Draghi.

A finales de junio de 2011, la JERS había terminado de crear las estructuras institucionales. La Junta General de la JERS ha adoptado: i) su reglamento interno¹¹, ii) las normas de selección de los miembros del Comité Científico Consultivo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico¹², iii) el Código de conducta de la JERS¹³ y iv) las normas sobre el acceso a los documentos de la JERS¹⁴. Además, la JERS adoptó una decisión sobre la presentación y recopilación de información para la supervisión macroprudencial¹⁵ y acordó con las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) los procedimientos relativos a la transmisión de información confidencial.

La Secretaría de la JERS, que cuenta con 25 empleados, es responsable del trabajo diario de la institución, que incluye el apoyo administrativo

a los órganos institucionales, la elaboración de análisis, las contribuciones a la definición de un marco para la estrategia macroprudencial y su puesta en práctica, así como la cooperación con las autoridades supervisoras.

La JERS hizo uso de los distintos cauces previstos en el Reglamento n° 1092/2010 para garantizar su rendición de cuentas como nuevo órgano público de la UE, entre ellos las audiencias iniciales ante el Parlamento Europeo en las que el presidente explicó la manera en que pensaba desempeñar sus funciones (Jean-Claude Trichet el 7 de febrero de 2011, Mario Draghi el 16 de enero de 2012), otras audiencias periódicas y conversaciones de carácter confidencial con el presidente y los vicepresidentes de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo sobre las actividades que esté llevando a cabo la JERS, llegándose a un acuerdo entre los dos órganos en septiembre de 2011. La JERS también informó al Consejo Europeo, a través de distintos medios, sobre los avisos emitidos y las recomendaciones formuladas, así como sobre su seguimiento. Se prevé que la JERS publique su primer Informe Anual correspondiente a 2011 en mayo de 2012.

9 DO L 331, de 15.12.2010, p. 1.

10 DO L 331, de 15.12.2010, p. 162.

11 Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero de 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2011/1), DO C 58, de 4.2.2011, p. 4.

12 Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero de 2011, sobre los procedimientos y requisitos de selección, nombramiento y sustitución de los miembros del Comité Científico Consultivo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2011/2), DO C 39, de 8.2.2011, p. 10.

13 Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 25 de marzo de 2011, por la que se adopta el Código de conducta de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2011/3), DO C 140, de 11.5.2011, p. 18.

14 Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 3 de junio de 2011, sobre el acceso público a los documentos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2011/5), DO C 176, de 16.6.2011, p. 3.

15 Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 21 de septiembre de 2011, sobre la presentación y recopilación de información para la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión (JERS/2011/6), DO C 302, 13.10.2011, p. 3.

2.2 APOYO ANALÍTICO, ESTADÍSTICO, LOGÍSTICO Y ORGANIZATIVO A LA JERS

El BCE debe asumir las funciones de Secretaría de la JERS y proporcionar mediante las mismas apoyo analítico, estadístico, logístico y organizativo a la JERS. En 2011, el primer año de funcionamiento de la JERS, el apoyo del BCE se centró en el seguimiento, identificación y valoración de los riesgos sistémicos en el conjunto de la UE. Además, de las actividades habituales de valoración y supervisión de la estabilidad financiera, este apoyo se centró también en el desarrollo y la mejora de las herramientas y las metodologías de análisis, labor que contó con el respaldo de la red de investigación macroprudencial del SEBC, y en los esfuerzos realizados en el ámbito estadístico para subsanar las deficiencias encontradas en los datos requeridos para llevar a cabo el análisis macroprudencial.

APOYO ANALÍTICO

En 2011, el BCE prestó apoyo analítico a la JERS mediante la elaboración periódica de informes en los que se efectuaba un seguimiento y se identificaban los riesgos sistémicos que afronta el sistema financiero de la UE y que incluían la valoración del impacto potencial de dichos riesgos. Por otra parte, los expertos del BCE contribuyeron con su participación en estudios concretos, iniciados por la JERS, sobre aspectos macroprudenciales y de riesgo sistémico.

Todas estas contribuciones se basaron en la experiencia del BCE y se sustentaron en la organización y la infraestructura adoptadas para el desempeño de las funciones del BCE relacionadas con la estabilidad financiera. La base informativa en que descansa el análisis

también incluye información procedente del mercado, sobre todo para apoyar el proceso de identificación de riesgos sistémicos. Las tareas habituales de valoración y supervisión de los riesgos sistémicos también se valen –y se benefician– de la información facilitada por los miembros de la JERS. Los indicadores de riesgo sistémico y los sistemas de alerta temprana constituyen importantes herramientas de análisis que contribuyen a las tareas de supervisión de los riesgos llevadas a cabo por la JERS. En la valoración de riesgos se utilizan, en concreto, pruebas de resistencia basadas en escenarios macroeconómicos y el análisis de los canales de transmisión del riesgo para valorar y clasificar la posible gravedad de riesgos específicos. En colaboración con los BCN y las autoridades supervisoras nacionales y europeas –a través del Comité Técnico Consultivo de la JERS y de sus subestructuras–, el BCE examina regularmente las herramientas de que dispone, para mejorar de forma continuada el marco analítico, y desarrolla nuevas herramientas de análisis que subsanen las deficiencias analíticas identificadas. La red de investigación macroprudencial del SEBC participa en esta tarea (véase recuadro 10).

El BCE, a solicitud de la JERS, puede facilitar asistencia para preparar las recomendaciones de este órgano relativas a temas de regulación o a iniciativas legislativas. En este sentido, en 2011 el BCE contribuyó a las labores llevadas a cabo por la JERS en relación con la identificación y el análisis de los riesgos asociados al crédito en moneda extranjera en la UE. Además, el BCE contribuyó a la formulación de posibles recomendaciones con aportaciones basadas en los trabajos de análisis efectuados previamente por el BCE y el Eurosistema.

Recuadro 10

RED DE INVESTIGACIÓN MACROPRUDENCIAL DEL SEBC

El Consejo General aprobó en 2010 la creación de la red de investigación macroprudencial del SEBC (ESCB Macro-prudential Research Network), diseñada para apoyar la nueva función de

supervisión macroprudencial en la UE establecida a raíz de la crisis financiera, especialmente a la Junta Europea de Riesgo Sistémico. En concreto, los participantes en esta red investigan y comparten los resultados de esta investigación sobre marcos conceptuales, modelos y herramientas para la supervisión macroprudencial.

El primer acto público organizado por la red fue una conferencia celebrada en Fráncfort los días 5 y 6 de octubre de 2011, en la que algunos de los investigadores de la red presentaron sus trabajos¹. A esta conferencia fueron invitados, también, un número reducido de investigadores no pertenecientes a la red; los debates fueron dirigidos por reputados expertos en la materia. En la conferencia solo se pudo presentar una selección de los trabajos de investigación llevados a cabo en la red, pero con el tiempo se publicarán más trabajos en la serie de documentos de trabajo del BCE.

La primera área de trabajo de la red se ocupa del desarrollo de modelos macrofinancieros que vinculan la inestabilidad financiera con el comportamiento de la economía y su objetivo es, principalmente, la investigación fundamental más que el desarrollo de herramientas de política que sean operativas de inmediato. La investigación en esta área sigue varias vías complementarias. Algunos investigadores se centran en la inclusión de fricciones y factores financieros en los modelos macroeconómicos convencionales. Otros se concentran en los aspectos clave necesarios para integrar caracterizaciones realistas de la inestabilidad financiera en modelos de la economía agregada. Concretamente se presta atención a la modelización de los impagos bancarios, que incluye el carácter interconectado del riesgo de impago, la ratio de deuda y de apalancamiento de los intermediarios financieros a lo largo del ciclo económico, la incorporación de no linealidades y el papel desempeñado por el sector bancario en la sombra, en particular, en el contexto de diferentes entornos regulatorios. Otra línea de investigación dentro de esta área de trabajo gira en torno a la evaluación de las distintas políticas regulatorias macroprudenciales, como la regulación del capital o la relación préstamo-valor, y a los efectos que se derivan de sus interacciones con otras políticas, como la política monetaria. Un equipo compuesto por investigadores de varios países está desarrollando un modelo canónico de dichas políticas, que incorpora distintas formas de inestabilidad sistémica y que trata de identificar y evaluar las políticas regulatorias que limitan los riesgos sistémicos.

La segunda área de carácter sistémico. La segunda área de investigación se ocupa de los modelos de alerta temprana y de los indicadores de riesgo sistémico, y su carácter es más operativo. La investigación de estos temas indica que, en general, el valor de los indicadores de alerta temprana ha aumentado gracias a la mejora experimentada en las metodologías y al empleo de fuentes de datos menos utilizadas hasta la fecha. La mayor eficacia de las nuevas herramientas de alerta temprana es atribuible también a que el análisis ha desplazado ligeramente su atención de la predicción de crisis a la predicción de los crecientes desequilibrios. En general, el trabajo desarrollado por los investigadores de la red en esta segunda área muestra cómo puede mejorarse el poder de predicción de los modelos de alerta temprana utilizando datos individuales del balance de las instituciones financieras, en conjunción con las variables macrofinancieras tradicionales. Además, esta conjunción proporciona información valiosa a los responsables de la política económica en cuanto a la medición del nivel actual de tensión financiera de carácter sistémico.

La tercera área en la que la red está tratando de avanzar es en la valoración de los riesgos de contagio. La investigación sobre los riesgos de contagio bancario transfronterizo en Europa

1 En el sitio web del BCE se puede encontrar información sobre la conferencia.

constituye, en cierta manera, un desafío debido a limitaciones en los datos. Pese a ella, la red de de investigación macroprudencial ha iniciado un gran proyecto para evaluar los vínculos financieros transfronterizos utilizando datos de transacciones procedentes del sistema TARGET2, en el que participan investigadores de varios BCN.

El principal resultado de la red se plasma en documentos de trabajo, seminarios y conferencias (está previsto una segunda conferencia en 2012), en los que también intervienen investigadores que no trabajan en el SEBC. La red informará de sus resultados, tras dos años de trabajo, en el segundo semestre de 2012.

APOYO ESTADÍSTICO

Con posterioridad a las labores preparatorias llevadas a cabo en 2010, el BCE, ayudado por los BCN, ha proporcionado apoyo estadístico a la JERS, trabajando en estrecha colaboración con las AES, según haya sido pertinente.

Una contribución fundamental para hacer frente a las necesidades de datos estadísticos que tiene la JERS fue efectuada por un grupo mixto compuesto por representantes de la Secretaría de la JERS, el BCE y las AES entre octubre de 2010 y junio de 2011. El informe final de este grupo mixto se tradujo en parte en la Decisión de la JERS sobre la presentación y recopilación de información para la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión (JERS/2011/6)¹⁶. Esta Decisión se refiere en concreto a la identificación de la información agregada necesaria para el desempeño de las funciones de la JERS a corto plazo (es decir, hasta primeros de 2013). La Decisión exige que el BCE y las AES faciliten información agregada de manera regular y hace referencia a los datos que ya se han recopilado. Además, incluye la definición de los procedimientos que se han de seguir en caso de que, para el desempeño de las funciones de la JERS, se necesiten datos agregados adicionales y específicos no incluidos en la información facilitada regularmente.

El grupo mixto también debatió los requerimientos a largo plazo relativos a los datos del área de supervisión y a la divulgación pública, basándose principalmente en las exigencias de información que las AES y la Comisión Europea están diseñando actualmente. Estas exigencias contribuirán de forma directa

a las labores del SEBC en materia estadística, evitarán duplicidades en la información proporcionada y garantizarán la consistencia de los datos utilizados para los análisis de la estabilidad económica y financiera y para los trabajos de investigación relacionados. Además, el propio BCE ha participado en varios grupos de trabajo dedicados al desarrollo de estadísticas (por ejemplo, datos bancarios consolidados y estadísticas de tenencias de valores) que podrían servir de apoyo a la JERS (véase sección 4 del capítulo 2).

El BCE contribuye de forma importante a los trabajos de vigilancia y de análisis de riesgos llevados a cabo por la JERS mediante un análisis macroprudencial de carácter trimestral que presenta información estadística (en cuadros y gráficos) e indicadores desagregados por categorías de riesgo, a saber, riesgo macroeconómico, riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo de liquidez y de financiación, interrelaciones y desequilibrios, rentabilidad y solvencia. Este análisis trimestral se basa en datos de distintas fuentes, como el SEBC, las AES y los proveedores comerciales de datos. Por otra parte, el Reglamento sobre la JERS (punto g del artículo 3) exige de este órgano “en cooperación con las AES, desarrollar un conjunto de indicadores cuantitativos y cualitativos (cuadro de riesgos) para determinar y medir el riesgo sistémico”. En este sentido, las tareas para desarrollar el mencionado cuadro de riesgos se dividen en las mismas categorías de riesgo.

¹⁶ DO C 302, de 13.10.2011, p.1.

3 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

3.1 SECTOR BANCARIO

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) publicó sus nuevas normas de capital y de liquidez (Basilea III) en diciembre de 2010. El BCE participó activamente en el desarrollo del nuevo marco de Basilea III y contribuyó considerablemente a diversos estudios de impacto, encaminados a cuantificar los posibles efectos del paquete regulatorio en los mercados financieros y en la economía real. En consonancia con los compromisos asumidos por los líderes del G 20 en noviembre de 2010, los esfuerzos nacionales e internacionales en este ámbito se centran ahora en la adecuada y homogénea aplicación de las normas de Basilea III. El BCE continúa participando en las tareas subsiguientes en distintos grupos de trabajo del Comité de Basilea, entre los que se incluyen la revisión y conclusión de determinados elementos del paquete de reformas en los próximos años. El BCE también colabora en la implantación de las normas de Basilea en Europa y, en este sentido, acoge positivamente las propuestas de Directiva y de Reglamento formuladas por la Comisión Europea el 20 de julio de 2011 para transponer el marco de Basilea III a la legislación europea. Estas propuestas constituyen un importante avance hacia el fortalecimiento de la regulación del sector bancario y de las sociedades de inversión y la creación de un sistema financiero más sólido y seguro en Europa.

El 27 de enero de 2012, el BCE publicó su dictamen sobre las propuestas de Directiva y de Reglamento¹⁷. En este dictamen, el BCE manifiesta su satisfacción con el firme compromiso de la UE de implantar las normas y acuerdos internacionales en el ámbito de la regulación financiera, teniendo en cuenta al mismo tiempo, cuando proceda, determinadas características específicas del sistema jurídico y financiero de la UE. Los elementos clave del dictamen se presentan a continuación.

En primer lugar, por lo que respecta a la propuesta de Reglamento, que será aplicable directamente a todos los Estados miembros,

el BCE apoya plenamente la propuesta de un «código normativo único», que garantizará que las instituciones financieras que presten servicios financieros en el Mercado Único cumplan con un conjunto único de normas prudenciales. Se espera que este enfoque potencie, entre otros aspectos, la integración financiera en Europa. En este contexto, el BCE respalda plenamente el objetivo de hacer frente a los riesgos derivados de determinadas exposiciones relacionadas, entre otros, con ciertos sectores, regiones o Estados miembros a través de actos delegados que faculten a la Comisión para imponer requisitos prudenciales más estrictos, cuando esto sea necesario a fin de afrontar cambios en la intensidad de los riesgos micro y macroprudenciales que se derivan de la evolución de los mercados. Sin embargo, el BCE considera que es importante que la propuesta de Reglamento permita a los Estados miembros aplicar requisitos prudenciales más estrictos cuando surjan riesgos sistémicos para la estabilidad financiera. Este marco debería permitir ajustar solo calibraciones al alza, manteniendo las definiciones y respetando así el principio de un código normativo único en la UE. Además, este marco debería estar sujeto a estrictas salvaguardias, bajo la coordinación de la JERS, con el fin de protegerlo de posibles consecuencias no deseadas, efectos derivados del contagio y uso indebido. En segundo lugar, es fundamental que se perciba que las entidades de crédito de la UE mantienen el mismo nivel de resistencia y la misma capacidad de absorción de pérdidas en relación con el capital regulatorio que sus homólogos internacionales. En este contexto, debería garantizarse que los criterios de la UE para determinar los elementos computables como capital de máxima calidad (*common equity tier 1*) de las sociedades anónimas y, por tanto, la definición de este capital, sean equivalentes a los de las normas internacionales de Basilea. En tercer lugar, el BCE se muestra firmemente a favor de la introducción de un elemento anticíclico explícito en la regulación financiera, que considera fundamental dentro de un conjunto más amplio

¹⁷ CON/2012/5.

de herramientas macroprudenciales. Por último, el BCE apoya decididamente la introducción de requerimientos para cubrir el riesgo de liquidez y de una ratio de apalancamiento en el marco regulatorio de la UE, sometidos a la correspondiente revisión y calibrado. Los requerimientos de liquidez incluyen la introducción de una ratio de cobertura de liquidez a corto plazo, cuyo fin es garantizar que las entidades de crédito mantengan suficientes activos líquidos de alta calidad para resistir un escenario grave de tensión durante un mes, y una ratio de financiación neta estable a más largo plazo, que fomenta que las entidades de crédito recurran de forma sistemática a fuentes de financiación más estables.

Aunque se espera que las nuevas normas de liquidez reporten considerables beneficios micro y macroprudenciales, hay que evaluar las posibles consecuencias no deseadas de las nuevas normas. En este contexto, el SEBC, a través de un grupo de trabajo creado en mayo de 2011 e integrado por expertos en estabilidad financiera y en política monetaria, está analizando la interacción entre los nuevos requisitos sobre liquidez y las operaciones de política monetaria.

En consonancia con el mandato del G 20, en 2011 el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) centró sus esfuerzos en el desarrollo de medidas cruciales para afrontar los riesgos asociados a las instituciones financieras de importancia sistémica. El marco internacional desarrollado por el FSB consta de los siguientes elementos: i) normas y requerimientos internacionales para la resolución eficaz de crisis; ii) una supervisión más intensa y eficaz, y iii) requerimientos adicionales para mejorar la capacidad de absorción de pérdidas. En concreto, los esfuerzos conjuntos del Comité de Basilea y del FSB han tenido como resultado un recargo de capital adicional al exigido por Basilea III para los bancos de importancia sistémica global (G-SIB)¹⁸. En términos cuantitativos, estos bancos estarán sujetos a un recargo de capital progresivo, que variará desde el 1% al 2,5%

de los activos ponderados por riesgo¹⁹, dependiendo de la importancia sistémica de la entidad²⁰. Este recargo deberá cubrirse en su totalidad con capital de máxima calidad (*common equity*). En noviembre de 2011, el Comité de Basilea y el FSB identificaron un grupo inicial de 29 entidades que consideraban G-SIB. Los requerimientos adicionales de absorción de pérdidas se aplicarán inicialmente a aquellas entidades de crédito identificadas en noviembre de 2014 como G-SIB. El recargo de capital se aplicará progresivamente a partir de enero de 2016, y estará plenamente implantado en enero de 2019. Está previsto que este plazo conceda a los bancos el tiempo necesario para ajustarse a las nuevas normas, minimizando cualquier alteración a corto plazo en sus estrategias, sus modelos de negocio y su planificación del capital. El BCE acoge favorablemente y respalda de forma activa el trabajo del Comité de Basilea y del FSB en este importante ámbito. También apoya plenamente estas nuevas normas internacionales, diseñadas específicamente para afrontar las externalidades negativas y el riesgo moral que plantean los G-SIB. Asimismo, constituyen una medida necesaria para reducir la probabilidad y la gravedad de la inestabilidad financiera y de los rescates provocados por la quiebra de las instituciones financieras de importancia sistémica global. Para que el marco surta los efectos deseados, es fundamental que las citadas medidas se implanten en el momento oportuno y de forma coordinada a escala internacional.

3.2 VALORES

En 2011 cobró impulso una reforma integral del marco de la UE para la regulación de los valores, en la que el BCE ha estado estrechamente involucrado.

18 Véase *Bancos de importancia sistémica mundial: metodología de evaluación y requerimiento de absorción de pérdidas adicional*, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, noviembre de 2011.

19 Está prevista una categoría de riesgo máximo del 3,5%, vacía en este momento, para incentivar que las entidades de crédito eviten seguir aumentando su importancia sistémica con el tiempo.

20 La importancia sistémica se mide con una metodología basada en indicadores desarrollada por el Comité de Basilea.

En diciembre de 2010, la Comisión Europea inició una revisión de la Directiva de los mercados de instrumentos financieros (MiFID), piedra angular de la regulación de los mercados financieros de la UE. El objetivo primordial de la revisión es adaptar el marco regulatorio de la UE a los últimos avances tecnológicos y financieros, respondiendo al mismo tiempo a los llamamientos del G 20²¹ para que las autoridades nacionales aborden las partes menos reguladas y más opacas del sistema financiero. El 20 de octubre de 2011, la Comisión Europea publicó su propuesta de revisión de la MiFID y propuso modificaciones a la Directiva sobre Abuso de Mercado.

Asimismo, la Comisión Europea presentó una propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia para los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado regulado (la Directiva de Transparencia).

En relación con las ventas en corto, el 3 de marzo de 2011 el BCE emitió un dictamen²² sobre la propuesta de Reglamento de la Comisión Europea, en el que señaló que dicha propuesta incorporaba muchas de las recomendaciones realizadas en 2010 en la contribución del Eurosistema a la consulta pública de la Comisión sobre ventas en corto. Está previsto que el Reglamento entre en vigor en noviembre de 2012.

La Comisión Europea también presentó una propuesta de Reglamento y de Directiva sobre las agencias de calificación crediticia el 15 de noviembre de 2011. El objetivo de la propuesta es contribuir a reducir los riesgos para la estabilidad financiera y restablecer la confianza de los inversores y de otros participantes en los mercados financieros y en la calidad de las calificaciones. Actualmente, el BCE está preparando un dictamen sobre la propuesta.

El BCE también siguió muy de cerca y apoyó la labor que el FSB y otros organismos internacionales habían iniciado a petición de los líderes del G 20 en noviembre de 2010 para

formular recomendaciones con vistas a reforzar la regulación y la vigilancia del sistema bancario en la sombra. El BCE preparó una descripción general de la banca en la sombra en la zona del euro y la distribuyó a los miembros del FSB.

3.3 CONTABILIDAD

En marzo de 2011, el Eurosistema hizo llegar sus comentarios al Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, en sus siglas en inglés) sobre la propuesta de los responsables del establecimiento de estándares contables relativa a la contabilización de coberturas. En su carta dirigida al IASB, el Eurosistema apoyaba, en general, el modelo propuesto, basado en principios, que tiene por objeto mejorar la armonización entre la información financiera y las actividades de gestión de riesgos de las empresas. No obstante, el Eurosistema señaló que esta propuesta no abarcaba coberturas importantes, como las macrocoberturas. También resaltó la interrelación entre las coberturas y otras partes del proyecto sobre instrumentos financieros, como su clasificación y valoración, y los posibles beneficios de llevar a cabo un estudio integral de impacto, teniendo en cuenta las interacciones entre todas esas partes del citado proyecto, y un programa de información para las partes interesadas.

A lo largo del año el IASB y el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera estadounidense (FASB, en sus siglas en inglés) continuaron las labores de convergencia para alinear sus respectivos marcos contables. A pesar de los avances conseguidos en 2011, siguen existiendo diferencias significativas en áreas contables fundamentales, como la contabilización de los instrumentos financieros (clasificación y compensación).

²¹ Véanse las declaraciones realizadas por el G 20 en la cumbre de Pittsburgh (septiembre de 2009) y en la cumbre de Seúl (noviembre de 2010).

²² CON/2011/17.

4 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema y el SEBC contribuyen a fomentar la integración financiera europea de la siguiente manera: i) propugnando una mayor concienciación sobre la importancia de la integración financiera y realizando un seguimiento de los avances logrados en este sentido, ii) actuando como catalizador de las actividades del sector privado promoviendo acciones colectivas, iii) brindando asesoramiento sobre el marco legislativo y regulatorio del sistema financiero y sobre la adopción directa de disposiciones legales, y (iv) prestando servicios de banco central encaminados a fomentar la integración financiera.

RECONOCIMIENTO DE LA IMPORTANCIA RECONOCIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA Y SEGUIMIENTO DE LOS AVANCES

En mayo de 2011, el BCE publicó su quinto informe anual sobre la integración financiera en Europa, titulado «Financial integration in Europe»²³. El principal objetivo de este informe es contribuir al análisis de los progresos realizados en la integración financiera europea y a que el público conozca mejor el papel del Eurosistema en este proceso, proporcionando información sobre el estado de esta integración y, por tanto, una base empírica para la adopción de medidas que fomenten una mayor integración financiera. El informe de este año se centra en la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y en su impacto en los mercados monetarios y de renta fija. En el informe también se analizan en detalle los siguientes temas: i) gestión y resolución de crisis desde la perspectiva de la integración financiera, ii) las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro, y iii) la evolución de los mercados de renta fija de la zona del euro durante la crisis financiera. El informe concluye con una descripción general de la contribución del Eurosistema a la consecución de una mayor integración y desarrollo de los mercados financieros en Europa en 2010.

El BCE continúa participando en la red de investigación sobre los mercados de capital y la integración financiera en Europa, formada por miembros de la comunidad académica,

participantes en el mercado, responsables de la política económica y expertos de los bancos centrales, y que gestiona conjuntamente con el Center for Financial Studies de la Universidad de Fráncfort. La red organizó un seminario sobre el tema «La estructura del mercado de financiación mediante deuda de las entidades de crédito de la zona del euro y sus implicaciones en la transmisión monetaria y la integración financiera» que tuvo lugar los días 17 y 18 de mayo de 2011 en la sede del BCE en Fráncfort. Al igual que en años anteriores, el BCE ofreció cinco «becas Lamfalussy» 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 estructuras 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

SEPA

La zona única de pagos en euros (SEPA) es una iniciativa cuyo objetivo es alcanzar la plena integración del mercado de servicios de pequeños pagos en euros, sin distinguir entre pagos nacionales y transfronterizos. En 2011 el Eurosistema continuó con el seguimiento y apoyo de los trabajos realizados en este ámbito²⁴, prestando especial atención a la migración a los nuevos instrumentos SEPA. Según los indicadores SEPA, en la zona del euro la migración de las transferencias nacionales a las transferencias SEPA alcanzó el 23,7% en diciembre de 2011 mientras que la migración a los adeudos directos SEPA fue solo del 0,5%. La Comisión Europea presentó

²³ Este informe está disponible en el sitio web del BCE.

²⁴ También realizó una valoración de los progresos alcanzados en la consecución de los objetivos recogidos en el séptimo informe sobre la SEPA, publicado en octubre de 2010, disponible en el sitio web del BCE.

una propuesta de Reglamento para fijar una fecha límite para la migración a las transferencias y los adeudos directos SEPA. En su Dictamen, el BCE expresó su satisfacción por la propuesta de la Comisión de establecer fechas límite vinculantes para la migración, ya que las considera esenciales para el éxito del proyecto. El BCE también subrayó la importancia de encontrar una solución a largo plazo para las tasas de intercambio que se aplican a los adeudos directos²⁵.

La necesidad de adoptar urgentemente un Reglamento que fije una fecha límite también fue puesta de relieve por el Consejo de la SEPA, el foro presidido conjuntamente por el BCE y la Comisión Europea en el que participan las partes interesadas, y cuyo objetivo es promover un mercado integrado de pequeños pagos en euros asegurando una participación adecuada de todos los agentes y fomentando el consenso sobre las siguientes medidas necesarias para la materialización de la SEPA. Además del sector bancario, en el foro están representados las Administraciones públicas y los usuarios finales (consumidores, empresas – incluidas pequeñas y medianas– y comerciantes). También participan cuatro bancos centrales del Eurosistema con arreglo a un sistema de rotación.

Existen varias áreas en las que es necesario seguir avanzando para asegurar el éxito de la SEPA, especialmente en el ámbito de la SEPA para las tarjetas de pago. En primer lugar, para mejorar el nivel de seguridad de las operaciones con tarjeta y reducir el fraude con tarjetas mediante clonación o *skimming*²⁶, el Eurosistema invita al mercado a migrar a las tarjetas con chip EMV y a prescindir de la banda magnética. También insta a las distintas partes interesadas a desarrollar soluciones para minimizar el fraude relacionado con el uso de bandas magnéticas mientras que la migración global a la tecnología chip EMV no sea completa (por ejemplo, bloqueando por defecto las operaciones con banda magnética). En segundo lugar, con el fin de crear un mercado de tarjetas de pago integrado y competitivo se iniciaron conversaciones con las

partes interesadas sobre la armonización de las prácticas de negocio. Además, en el ámbito de la estandarización funcional, el Eurosistema organizó un Foro Ad Hoc sobre estandarización de tarjetas en marzo de 2011. Asimismo, fomentó activamente los trabajos realizados para establecer un marco armonizado SEPA de certificación de la seguridad.

La innovación es un ámbito al que también es necesario prestar atención. La migración completa a la SEPA y la consecución de un mercado de tarjetas integrado y competitivo basado en prácticas de negocio, estándares técnicos y requisitos de seguridad comunes constituyen la base de unos servicios innovadores prestados a escala paneuropea. En este contexto, el Eurosistema subrayó la necesidad de que en toda la SEPA se ofrezcan soluciones seguras y eficaces de pago en línea. Aunque es evidente que existe una demanda de este tipo de servicios por parte del mercado, los progresos realizados en esta área parecieron estancarse a finales de 2011. Es posible que los participantes en el mercado estén esperando que finalice la investigación abierta por la Comisión Europea en septiembre de 2011 sobre el proceso de estandarización de los pagos por internet llevado a cabo por el Consejo Europeo de Pagos.

Para fomentar la cooperación voluntaria entre las autoridades competentes del EEE en el ámbito de la seguridad de los pequeños pagos, en 2011 se creó un Foro Europeo sobre Seguridad de los Pequeños Pagos a iniciativa del BCE (véase la sección 5.2 de este capítulo).

MERCADOS DE VALORES

Desde 2001, la iniciativa STEP (Short-Term European Paper), desarrollada por participantes en el mercado bajo los auspicios de la Federación Bancaria Europea (EBF, en sus siglas en inglés)

²⁵ Véase CON/2011/32, DO C 155, 25 de 5.2011.

²⁶ «Skimming» es la copia no autorizada de los datos de la banda magnética a través de un terminal manipulado o falso o con un dispositivo de lectura portátil, con el fin de utilizar los datos robados para realizar operaciones fraudulentas sin el consentimiento del titular.

y ACI, la Asociación de Mercados Financieros, y dirigida por el Comité del Mercado STEP, ha promovido la integración del mercado de valores de renta fija a corto plazo en la zona del euro mediante la elaboración de un conjunto básico de normas y prácticas de mercado de cumplimiento voluntario, que pueden aplicarse a programas de emisión en mercados ya existentes, como el mercado europeo de pagarés de empresa (Euro Commercial Paper – ECP) o el mercado de pagarés de empresa francés (TCN).

La etiqueta STEP se introdujo en 2006, y en diciembre de 2011 había 166 programas con la etiqueta STEP. Las turbulencias registradas en los mercados financieros apenas afectaron a los valores STEP de renta fija, y el saldo vivo total de estos valores ascendía a 415 mm de euros en diciembre de 2011, algo más que un año antes y un aumento de alrededor del 55% desde que comenzaron las turbulencias financieras en agosto de 2007. Además, en el tercer trimestre de 2011, el saldo vivo de valores STEP del sector privado representaba en torno al 40% de los valores de renta fija a corto plazo de referencia, lo que constituye un incremento frente a algo menos del 30% registrado durante el mismo trimestre de 2007. El crecimiento constante de este mercado se debe al hecho de que los criterios del mercado STEP pueden aplicarse a otros programas de mercado existentes y a que el Eurosistema considera a STEP un mercado no regulado a efectos de los activos de garantía. La decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del BCE en octubre de 2008 de ampliar temporalmente la lista de activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, para incluir valores STEP emitidos por entidades de crédito (es decir, certificados de depósito), dejó de tener efecto a partir del 1 de enero de 2011. Aunque en 2011 se observó cierta volatilidad en los saldos vivos, esta medida no afectó excesivamente al mercado STEP, que siguió creciendo. A partir del 1 de enero de 2012, los valores STEP emitidos por entidades de crédito volvieron a ser admitidos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, como resultado de la supresión

del requisito de que los instrumentos de renta fija (que no sean bonos garantizados) emitidos por entidades de crédito deban estar admitidos a negociación en un mercado regulado para ser aceptados como garantía.

Para aumentar la transparencia en el ámbito de los bonos de titulización de activos (ABS), en diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno decidió establecer requisitos de información individualizada de los préstamos que respaldan a los ABS aceptados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Se acordó comenzar con los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales que son, con diferencia, la clase de activos más importante, así como fijar un plazo de unos 18 meses para que estos valores cumplan los requerimientos, lo que significa que, antes del verano de 2012, a más tardar, debe proporcionarse la información individualizada sobre los préstamos en la plantilla que se publicó simultáneamente. En abril de 2011, el Consejo de Gobierno adoptó una decisión similar sobre los préstamos hipotecarios sobre inmuebles comerciales y los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes) que sirven de respaldo a los bonos de titulización con el mismo calendario de aplicación.

Un mercado de titulización que funcione correctamente, basado en la estandarización y en una mayor transparencia que asegure el acceso de los inversores a información exhaustiva y estandarizada en todo el mercado europeo de ABS, contribuirá a completar el sistema financiero europeo y fomentará la integración a través de mejoras en la comparabilidad de los instrumentos entre los distintos países.

ASESORAMIENTO SOBRE EL MARCO LEGISLATIVO Y REGULADOR DEL SISTEMA FINANCIERO Y SOBRE LA ADOPCIÓN DIRECTA DE DISPOSICIONES LEGALES

Para potenciar la integración financiera, el BCE y el Eurosistema, en consonancia con sus funciones consultivas y reguladoras, vigilan y contribuyen activamente al desarrollo del marco legislativo y regulador de la UE. Las actividades realizadas en 2011 se presentan en la sección 3 de este capítulo.

Además, el BCE participó como observador en el Grupo de Expertos en Infraestructuras de Mercado de la Comisión Europea, cuyo mandato es contribuir al desarrollo de un mercado de postcontratación eficiente, seguro y sólido en la UE. El grupo concluyó su trabajo y el 10 de octubre de 2011 publicó un informe²⁷ que sirve de base para el análisis que actualmente está realizando la Comisión Europea sobre los servicios de postcontratación y las infraestructuras de mercado en la UE. Este trabajo está estrechamente vinculado a la implantación de TARGET2-Securities (T2S).

PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE BANCO CENTRAL ENCAMINADOS A FOMENTAR LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

TARGET2, la segunda generación del sistema de grandes pagos del Eurosistema, es la primera infraestructura de mercado totalmente integrada y armonizada a escala europea. El Eurosistema ha seguido introduciendo mejoras en TARGET2 y en noviembre de 2011 puso en marcha una nueva versión del sistema (véase la sección 2.1 del capítulo 2).

T2S, el futuro servicio de liquidación de valores del Eurosistema, tendrá un impacto considerable sobre la armonización y la integración en el ámbito de la postcontratación en Europa. T2S suprimirá automáticamente muchas de las «barreras Giovannini» en la compensación y la liquidación transfronterizas, ya que, entre otras cosas: i) proporcionará una plataforma informática única con una interfaz común y un protocolo de mensajería único, ii) introducirá un horario de funcionamiento armonizado para todos los mercados conectados, y iii) extenderá un único modelo de liquidación armonizado de entrega contra pago en dinero de banco central para todas las operaciones nacionales y transfronterizas. No obstante, incluso con una plataforma técnica única, subsisten obstáculos considerables para la liquidación transfronteriza que deben suprimirse para que el mercado de pagos se beneficie plenamente de T2S. Para seguir avanzando en este ámbito, en 2011 se creó el Grupo de Coordinación de la Armonización (Harmonisation Steering Group), integrado por

representantes de alto nivel del mercado y del sector público. El principal cometido del grupo es identificar grupos o mercados del sector que vayan a la zaga del resto de Europa en la implantación de las normas de armonización consensuadas y, en caso necesario, presionar a los mercados nacionales y a los agentes implicados. El grupo desempeñará un papel fundamental en la agenda de armonización de T2S, dando un impulso significativo a este sistema y a las labores de armonización de la postcontratación en Europa, en colaboración con la Comisión Europea y con otras partes interesadas (véase la sección 2.2 del capítulo 2).

Por último, en el ámbito de la gestión de los activos de garantía, el modelo de corresponsalia entre bancos centrales (MCBC) ha promovido la integración financiera desde su creación en 1999, ya que permite que todas las entidades de contrapartida de la zona del euro utilicen, a escala transfronteriza, activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, con independencia del país de emisión del activo. Actualmente, el Eurosistema está introduciendo mejoras en el CCBM (véase la sección 2.3 del capítulo 2).

²⁷ El informe puede consultarse en el sitio web de la Comisión Europea.

5 VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

La función de vigilancia del Eurosistema tiene por objeto garantizar la seguridad y la eficiencia de los sistemas de pago y de liquidación de valores, de las entidades de contrapartida central que procesan operaciones en euros, de los instrumentos de pago, de los principales proveedores de servicios y de otras infraestructuras críticas, realizando un seguimiento y evaluándolos y, en caso necesario, propiciando cambios en los mismos²⁸.

5.1 SISTEMAS DE GRANDES PAGOS Y PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFRAESTRUCTURAS

Los sistemas de grandes pagos son la columna vertebral de las infraestructuras de mercado de la zona del euro y desempeñan una importante función en el mantenimiento de la estabilidad y la eficiencia en el sector financiero y en la economía en general. El Eurosistema aplica un marco de vigilancia bien definido a todos los sistemas de grandes pagos que liquidan operaciones en euros, tanto a su propio sistema como a los operados por el sector privado. Este marco se basa en estándares aceptados a escala internacional, los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistemática (CPSIPS, en sus siglas en inglés), definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés) y adoptados por el Consejo de Gobierno del BCE en 2001. Estos principios se complementan con los Criterios de Vigilancia para la Continuidad de Negocio (BCOE, en sus siglas en inglés) para los sistemas de pago de importancia sistémica, que el Consejo de Gobierno adoptó en 2006.

TARGET2

El BCE, en estrecha colaboración con los BCN participantes en este sistema, dirige y coordina la vigilancia de TARGET2. En 2011, los responsables de la vigilancia de TARGET2 del Eurosistema centraron especialmente la atención en aspectos relacionados con el riesgo operacional y en el seguimiento de la evaluación del cumplimiento de los BCOE por parte de TARGET2. Aunque se consideró que el marco

de continuidad de negocio de TARGET2 está, en general, bien afianzado y asegura un grado de resistencia suficientemente alto y consistente, se recomendó introducir algunas mejoras en determinadas áreas del marco. En 2011, los responsables de la vigilancia realizaron un seguimiento de las mejoras aplicadas. A finales de 2011 quedaba pendiente la aplicación de una recomendación (relacionada con la necesidad de documentar la obligación de los proveedores de la plataforma compartida única de TARGET2 de facilitar información adecuada a los órganos de gobierno de TARGET2). Por otra parte, en el contexto de las actividades habituales de vigilancia, se analizaron detalladamente las incidencias registradas en TARGET2 y se trataron con el operador del sistema.

Además, el 21 de noviembre de 2011 entró en funcionamiento la quinta versión de TARGET2. Antes de su puesta en marcha, los responsables de la vigilancia evaluaron si las nuevas funcionalidades cumplían los CPSIPS aplicables y concluyeron que, en general, la nueva versión no afectará negativamente al cumplimiento de estos principios por parte de TARGET2, así como que varias de las modificaciones permitirán ofrecer un mejor nivel de servicios a los clientes.

El Simulador de TARGET2, una herramienta analítica basada en datos sobre las operaciones de pago, siguió perfeccionándose en 2011. El simulador permite a los responsables de la vigilancia y a los operadores, en particular, replicar fielmente y realizar pruebas de resistencia del proceso de liquidación en TARGET2 utilizando un conjunto de datos a escala paneuropea sobre la actividad de TARGET2, con información sobre operaciones, posiciones de liquidez y participantes. Se están llevando a cabo varios proyectos analíticos que son independientes del Simulador de TARGET2 pero que utilizan el mismo conjunto de datos detallados sobre operaciones. Entre

²⁸ El BCE también proporciona información detallada sobre la función y las actividades de vigilancia del Eurosistema en su sitio web y en informes específicos sobre estas actividades.

ellos se incluye un estudio sobre los patrones observados en el procesamiento intradía de los flujos de pagos y la aplicación de la teoría de redes, haciendo hincapié en las subredes («comunidades») entre los participantes en TARGET2.

EURO1

EURO1 es un sistema de grandes pagos en euros para operaciones nacionales y transfronterizas entre entidades de crédito que operan en la UE. El sistema está gestionado por EBA CLEARING. EURO1 es un sistema de liquidación multilateral en el que las posiciones al cierre de la sesión de sus participantes se liquidan, en última instancia, en dinero del banco central a través del sistema TARGET2. El BCE actúa como agente liquidador.

El BCE tiene encomendada la responsabilidad principal de la vigilancia de este sistema, y trabaja en estrecha cooperación con todos los BCN del Eurosistema en esta tarea. En 2011 se desarrollaron tres actividades de vigilancia principales relacionadas con EURO1. El BCE, en colaboración estrecha con el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia y el De Nederlandsche Bank, finalizó el proceso completo de evaluación de EURO1 en lo que respecta al cumplimiento de los CPSIPS, y se llegó a la conclusión de que EURO1 cumple los Principios Básicos I a IX y que, debido a la inexistencia de una función específica de gestión de riesgos en la sociedad gestora del sistema, solo cumple el Principio Básico X (sobre gobernanza) en términos generales. Además, el informe de evaluación incluía recomendaciones de mejora en algunas áreas dirigidas al operador del sistema, subrayando, no obstante, que ninguno de los aspectos que deben mejorarse plantea un riesgo significativo para el correcto funcionamiento de EURO1. El BCE también llevó a cabo una evaluación de seguimiento del estado de aplicación de las recomendaciones formuladas como resultado de la evaluación del cumplimiento de los BCOE, constatándose que el operador del sistema había aplicado todas las recomendaciones.

Por último, el BCE, junto con algunos BCN de la zona del euro que participaron voluntariamente, evaluó los cambios introducidos en el funcionamiento operativo (como, por ejemplo, la introducción de dos ventanas de distribución de liquidez adicionales durante el horario de funcionamiento de EURO1). El Eurosistema llegó a la conclusión de que estos cambios no afectarán de manera adversa al cumplimiento de los CPSIPS por parte de EURO1. En general, el sistema EURO1 funcionó satisfactoriamente en 2011 y no se produjeron incidencias.

SISTEMA CLS

El sistema CLS (Continuous Linked Settlement) se puso en marcha en 2002 y está gestionado por CLS Bank International (CLS Bank). Este sistema ofrece un servicio multidivisa de liquidación simultánea (es decir, pago contra pago) de órdenes de pago relacionadas con operaciones en divisas. Al realizar la liquidación mediante el mecanismo de pago contra pago, el sistema CLS elimina prácticamente el riesgo de principal asociado a la liquidación de las operaciones en divisas. En la actualidad, CLS liquida diecisiete de las monedas más negociadas en el mundo, incluido el euro. Dado que la sede de CLS Bank se encuentra en Estados Unidos, la Reserva Federal asume la responsabilidad principal de la vigilancia del sistema CLS con arreglo a un acuerdo de vigilancia cooperativa que incluye a los bancos centrales del G 10 y a los bancos centrales emisores de las monedas que se liquidan a través de CLS. El BCE, en estrecha colaboración con los BCN de la zona del euro, ha suscrito este acuerdo de colaboración y asume la responsabilidad principal de la vigilancia de la liquidación de las operaciones en euros realizadas a través de CLS.

En 2011, la vigilancia cooperativa de CLS se centró principalmente en el seguimiento de las nuevas actividades e iniciativas emprendidas por este sistema.

SWIFT

SWIFT tiene importancia desde el punto de vista de la estabilidad financiera, ya que proporciona servicios de mensajería seguros a la comunidad

financiera en más de 210 países de todo el mundo. SWIFT es una sociedad cooperativa de responsabilidad limitada establecida en Bélgica. A través de su participación en la vigilancia cooperativa de SWIFT que lleva a cabo el G 10, el BCE y algunos BCN del Eurosistema contribuyen a diversas actividades de vigilancia que realiza el grupo de vigilancia cooperativa, siendo el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique el responsable principal.

En 2011, las actividades de vigilancia continuaron centrándose en la puesta en marcha del programa de arquitectura distribuida, fundamentalmente a través de la construcción de un centro de operaciones adicional en Europa. Además, los responsables de la vigilancia realizaron un estrecho seguimiento del proyecto para rediseñar la aplicación FIN iniciado en 2011. Otras actividades importantes realizadas en 2011 fueron la revisión del funcionamiento operativo y de la disponibilidad de servicios de SWIFT, el seguimiento de nuevos proyectos que podrían afectar a la confidencialidad, integridad y disponibilidad de servicios críticos de SWIFT, y el análisis del posible impacto que podría tener un programa de optimización de costes impulsado por SWIFT en la capacidad de resistencia y la disponibilidad de servicios de mensajería. En 2011, el nivel de disponibilidad de la red SWIFTNet FIN fue del 99,999%.

5.2 SISTEMAS DE PEQUEÑOS PAGOS E INSTRUMENTOS DE PAGO

El Eurosistema también es responsable de la vigilancia de los sistemas de pequeños pagos y de los instrumentos de pago. En 2003, el Consejo de Gobierno adoptó estándares de vigilancia para los sistemas de pequeños pagos en euros, que se basan en los CPSIPS. Estos estándares se están revisando actualmente y, además, se están desarrollando criterios de vigilancia para los enlaces entre los sistemas de pequeños pagos.

El BCE es el principal responsable de la vigilancia del sistema STEP2, una cámara de

compensación automatizada paneuropea para pequeños pagos en euros gestionada y operada por EBA CLEARING. STEP2 permite procesar distintos tipos de pequeños pagos, como las operaciones que cumplen los requisitos SEPA (las transferencias y los adeudos directos SEPA) y las operaciones realizadas de conformidad con estándares técnicos nacionales en los que los servicios ofrecidos se limitan a la respectiva comunidad bancaria nacional (por ejemplo, en Italia).

En octubre de 2011 se introdujo un nuevo servicio de liquidación creado específicamente para las entidades de crédito irlandesas (el «STEP2 Irish Service»). STEP2 se encarga de la liquidación de las operaciones de pago que se intercambian bilateralmente entre las entidades de crédito irlandesas a través del sistema nacional de pequeños pagos que gestiona Irish Retail Electronic Clearing Company Ltd. La liquidación se lleva a cabo en el sistema TARGET2 en subcuentas que las entidades irlandesas participantes tienen abiertas en TARGET con fondos necesarios para la liquidación. Antes de la puesta en marcha de este nuevo servicio, el BCE evaluó si cumplía los estándares de vigilancia aplicables y llegó a la conclusión de que este servicio no influye negativamente en el cumplimiento de los citados estándares por parte de STEP2.

En 2011, el Eurosistema concluyó las evaluaciones individuales de las redes de tarjetas de pago que operan en la zona del euro y continuó con las evaluaciones individuales de las redes internacionales de tarjetas.

Además, en mayo de 2011 el Consejo de Gobierno aprobó el mandato del Foro Europeo sobre la Seguridad de los Pequeños Pagos. Este foro, que es una iniciativa de cooperación voluntaria entre los responsables de la vigilancia y los supervisores de los proveedores de servicios de pago, tiene por objeto intercambiar conocimientos y contribuir a una mejor comprensión de cuestiones relacionadas con la seguridad de los pequeños pagos. En 2011, los trabajos del foro se centraron en la seguridad de

los pagos con tarjeta en Internet, transferencias y adeudos directos, con el fin de formular recomendaciones de seguridad en este ámbito.

5.3 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES Y DERIVADOS

El Eurosistema tiene especial interés en que los sistemas de compensación y liquidación de valores funcionen correctamente, debido a que la ejecución de la política monetaria, el buen funcionamiento de los sistemas de pago y el mantenimiento de la estabilidad financiera podrían verse comprometidos por fallos en la compensación, liquidación y custodia de valores.

INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO PARA LOS DERIVADOS CONTRATADOS FUERA DE MERCADOS ORGANIZADOS (OTC)

Como parte de las actividades derivadas del mandato de la cumbre del G 20 celebrada en Pittsburgh en 2009²⁹, la principal iniciativa legislativa de la UE en 2011 en este ámbito ha sido la propuesta de Reglamento relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, también conocido como Reglamento sobre las infraestructuras de mercado europeas, presentada por primera vez en septiembre de 2010. Esta propuesta tiene por objeto cumplir con el mandato del G 20 en lo que respecta a las obligaciones de compensación y comunicación de las operaciones con derivados OTC a los registros de operaciones, así como crear el primer marco común de la UE para las entidades de contrapartida central aplicable a distintos productos financieros. En su Dictamen de 13 de enero de 2011, el BCE expresó su preocupación de que el marco propuesto no reflejara adecuadamente las competencias de los bancos centrales y la necesidad de que estos participen en aspectos relacionados con las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones; asimismo sería necesario reforzar los requisitos de cooperación entre reguladores, responsables de la vigilancia y bancos centrales emisores. Además, la UE

desarrolló el mandato del G 20 sobre la negociación electrónica de derivados OTC, como parte de su revisión más amplia de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID, en sus siglas en inglés). El 20 de octubre de 2011, la Comisión Europea publicó sus propuestas legislativas para la revisión de la MiFID, que fueron evaluadas por el BCE.

Una iniciativa clave en lo que respecta al establecimiento de estándares es la revisión de los principios internacionales aplicables a las infraestructuras de los mercados financieros, con el objetivo de armonizar y, en caso necesario, reforzar los estándares internacionales existentes para los sistemas de pago de importancia sistémica, los depositarios centrales de valores (DCV), los sistemas de liquidación de valores y las entidades de contrapartida central. Habida cuenta del creciente uso e importancia sistémica de estas entidades de contrapartida central en el ámbito de los derivados OTC y del hecho de que las infraestructuras sistémicamente importantes y las autoridades dependen cada vez más de la exactitud y la disponibilidad de los datos de los registros de operaciones para la realización de sus funciones, los estándares revisados también incorporan orientaciones adicionales en relación con los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. El CPSS y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés) publicaron un informe consultivo sobre los principios para las infraestructuras de los mercados financieros en marzo de 2011, que se concluirán en el primer trimestre de 2012.

El 11 de octubre de 2011, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas

29 En la cumbre de Pittsburgh de 2009, el G 20 decidió lo siguiente: «Todos los derivados OTC normalizados deben negociarse en Bolsas o en plataformas de negociación electrónicas, cuando proceda, y compensarse a través de entidades de contrapartida central para finales de 2012, a más tardar. Los contratos de derivados OTC deben comunicarse a los registros de operaciones. Los contratos que no se compensen a través de entidades de contrapartida central deberían estar sujetos a requerimientos de capital más estrictos».

en inglés) publicó su segundo informe de situación sobre la aplicación de la reforma de los mercados de derivados OTC en el que se subrayaba la necesidad de acelerar el ritmo de adopción de medidas legislativas y regulatorias, así como de intensificar el diálogo multilateral y bilateral para abordar solapamientos, diferencias y conflictos entre los enfoques de las distintas autoridades. El BCE, que participó en los trabajos del CPSS-IOSCO y del FSB, respaldó plenamente estas conclusiones. Asimismo, el BCE considera que una aplicación uniforme de los estándares internacionales en las distintas jurisdicciones será un elemento crucial para disponer del marco regulador y de vigilancia coherente necesario para garantizar la seguridad y la eficiencia de los mercados internacionales de derivados OTC.

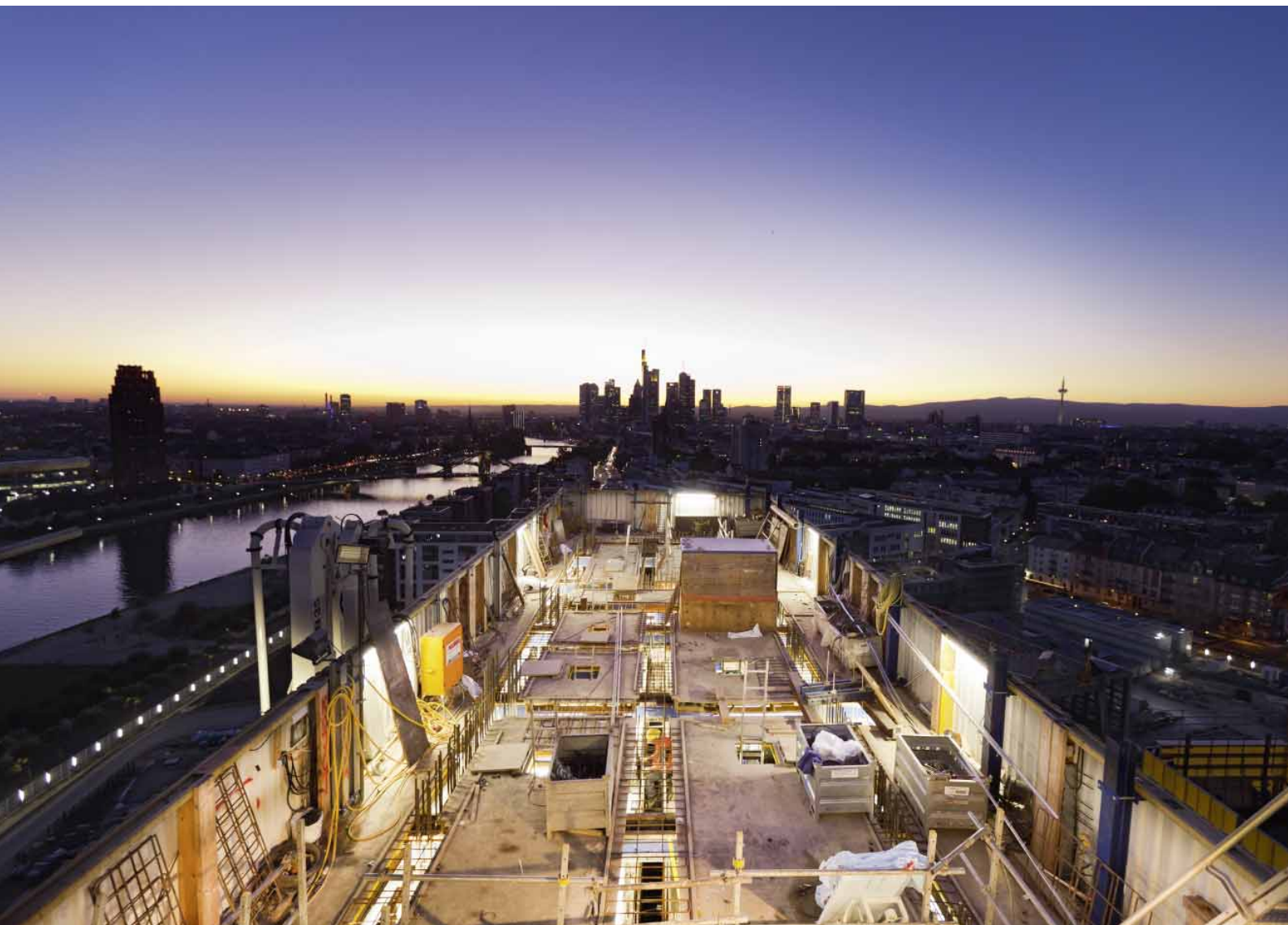
TARGET2-SECURITIES

TARGET2-Securities (T2S) es un servicio de liquidación que tiene por objeto mantener todos los valores europeos en una plataforma única sin fronteras y ofrecer un servicio de liquidación básico y neutral. En 2007, el Consejo ECOFIN subrayó que debería preservarse la seguridad y la eficiencia de los mecanismos de supervisión aplicables a los DCV, por lo que habría que analizar las implicaciones de T2S para estos mecanismos.

Todas las autoridades competentes que tienen un interés legítimo en el buen funcionamiento de T2S, es decir, los responsables de la vigilancia de los DCV y de las infraestructuras de pago que utilizan los servicios de T2S, los responsables de la vigilancia de infraestructuras críticas, los supervisores competentes en relación con los DCV que se incorporen a T2S y los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro emisores de monedas que pueden liquidarse en T2S, participan en un grupo que se encarga de coordinar el intercambio de información y de realizar actividades relacionadas con la vigilancia y la supervisión de los servicios de T2S en la fase de desarrollo del proyecto. Hasta ahora, todas las autoridades competentes siguen respaldando la idea de establecer un marco de cooperación para la vigilancia y la supervisión

de los servicios de T2S. No obstante, en la fase actual, este marco no puede finalizarse porque todavía están definiéndose las responsabilidades de T2S y de los CDV.

En 2011 se llevó a cabo una amplia revisión preliminar de la documentación disponible relativa al diseño de T2S, que contó con la participación de todas las autoridades competentes. Concretamente, la revisión del diseño de T2S se llevó a cabo sobre la base de las recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores formuladas por el SEBC/CESR en 2009, teniendo en cuenta algunas adaptaciones debidas a las características específicas del diseño de T2S. El Consejo de Gobierno y la Autoridad Europea de Valores y Mercados también hicieron algunas sugerencias al Consejo del Programa de T2S, con el fin de fomentar el cumplimiento de las recomendaciones. Debido a los progresos que se están efectuando en el proyecto T2S, las conclusiones de la revisión de T2S se actualizarán cuando se haya completado toda la documentación pertinente.



Desde julio de 2011 la estructura del nuevo rascacielos se alza sobre el Grossmarkthalle.
A finales de diciembre de 2011 la edificación de las dos torres había llegado a la planta 21.

CAPÍTULO 4

ASUNTOS EUROPEOS

I CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA Y ASPECTOS INSTITUCIONALES

Como consecuencia de la actual crisis económica y financiera, en 2011 aumentó la frecuencia de las reuniones a nivel de la UE y de la zona del euro y se intensificaron, en general, los contactos entre las instituciones y los foros europeos encargados de configurar la respuesta de Europa en materia de política económica, en particular el Consejo Europeo, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo, la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el BCE.

El presidente del BCE participó de forma habitual en las reuniones del Eurogrupo y en las del Consejo ECOFIN en las que se debatieron temas relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC. Además, el presidente del BCE fue invitado a participar en las reuniones del Consejo Europeo y en las reuniones informales a nivel de jefes de Estado o de Gobierno en las que se trataron temas relacionados con las medidas adoptadas por la UE frente a la crisis económica y financiera. Cuando lo consideraron oportuno, el presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

MEJORA DE LA GESTIÓN DE CRISIS A NIVEL EUROPEO

Como parte de un conjunto de medidas para hacer frente a la crisis, el Consejo Europeo acordó, los días 24 y 25 de marzo de 2011, crear un mecanismo permanente de gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Dicho mecanismo proporcionará asistencia a los países de la zona del euro, sujeta a una estricta condicionalidad, si se determina que resulta indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona en su conjunto. Tras una enmienda limitada del Tratado (artículo 136), y habida cuenta de la decisión de los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro sobre el adelanto de su entrada en vigor, se prevé que el MEDE comience a funcionar en julio de 2012. El MEDE sustituirá en el futuro a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y al Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), creados como instrumentos transitorios en 2010.

En su reunión de 11 de marzo de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro acordaron ampliar la capacidad efectiva de préstamo de la FEEF a 440 mm de euros y garantizar una capacidad de préstamo de 500 mm de euros para el MEDE. Posteriormente, el 21 de julio de 2011 acordaron aumentar la flexibilidad de la FEEF y del futuro MEDE permitiéndoles actuar sobre la base de un programa precautorio, financiar la recapitalización de las instituciones financieras mediante la concesión de préstamos a los Estados miembros participantes e intervenir en los mercados primario y secundario de deuda pública. El 9 de diciembre de 2011 se alcanzaron nuevos e importantes acuerdos, incluida la introducción de un procedimiento de emergencia en las normas de votación del MEDE. Además, en lo que respecta a la participación del sector privado, se reafirmó que se respetarían estrictamente los principios y prácticas del FMI firmemente establecidos.

Por lo que respecta a la participación del BCE, su presidente participará como observador en las reuniones del Consejo de Gobernadores de la FEEF y del futuro MEDE. Además, la Comisión Europea colaborará con el BCE y el FMI en la identificación de los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. En cooperación con la Comisión y el FMI, el personal del BCE llevará a cabo un análisis riguroso de la sostenibilidad de la deuda del país que solicite asistencia en materia de estabilidad financiera. La Comisión, con el apoyo del BCE y del FMI, se responsabilizará del diseño y del seguimiento de los programas. El BCE participa regularmente en las misiones conjuntas con la Comisión y el FMI destacadas en los países que aplican un programa, a fin de evaluar los progresos alcanzados en relación con la condicionalidad acordada y de contribuir a las revisiones periódicas de los programas. La FEEF y el MEDE podrán intervenir en el mercado secundario de deuda pública previo análisis del BCE en el que se reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera.

MEJORA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA UE

En respuesta a la crisis económica y financiera, el Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE) y el Parlamento Europeo adoptaron en 2011 un paquete de medidas legislativas para reforzar la gobernanza económica de la UE en el marco del Tratado¹. El BCE considera que el paquete incluye una serie de medidas en la dirección acertada para reforzar la vigilancia presupuestaria y mejorar la observancia de la disciplina fiscal. Concretamente, se ha mejorado, en cierta medida, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento mediante una vigilancia reforzada y procedimientos de toma de decisiones más automáticos con la introducción de un procedimiento de votación por mayoría cualificada inversa; algunas recomendaciones de la Comisión se considerarán adoptadas a menos que el Consejo de la UE las rechace por mayoría cualificada dentro de un plazo determinado. Además, se ha hecho más hincapié en el criterio de deuda pública y en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. La reforma ha introducido, asimismo, referencias para el gasto y requisitos mínimos para los marcos presupuestarios nacionales. Por otra parte, se han introducido sanciones, tanto financieras como no financieras, en una fase más temprana y de manera más gradual, a fin de promover el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por parte de los Estados miembros. Asimismo, para subsanar una deficiencia importante en el marco de vigilancia, se ha establecido un nuevo procedimiento de vigilancia macroeconómica, con una vertiente preventiva y una vertiente correctiva. Como complemento a la estrategia Europa 2020 (véase más adelante), este nuevo procedimiento está orientado específicamente a hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos y al deterioro de la competitividad.

Además, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro acordaron, el 26 de octubre de 2011, celebrar reuniones de la Cumbre del Euro como mínimo dos veces al año, para presentar directrices estratégicas sobre las políticas económicas y fiscales de la zona del euro y tener mejor en cuenta la dimensión de la zona en las

decisiones relativas a las políticas nacionales. También se acordó que los presidentes de la Cumbre del Euro, de la Comisión y del Eurogrupo celebrarían reuniones, al menos una vez al mes, a las que podría invitarse al presidente del BCE².

El 9 de diciembre de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno acordaron un proyecto de arquitectura reforzada para la UEM, que incluiría un nuevo pacto presupuestario en forma de «Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria». Este Tratado, que es compatible con la legislación de la UE, pretende ser un paso importante para lograr una integración fiscal y económica más estrecha e irrevocable y una gobernanza más sólida en la zona del euro. En él pueden participar los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro y fue firmado en marzo de 2012 por los jefes de Estados o de Gobierno de todos los países de la UE, a excepción del Reino Unido y de la República Checa. Entrará en vigor después de que sea ratificado (al menos) por doce países pertenecientes a la zona del euro.

Pese a los avances logrados en el fortalecimiento de la gobernanza económica, el BCE considera que las reformas deberían haber ido aún más lejos. En particular, uno de los aspectos fundamentales del salto cualitativo requerido en esta materia –un mayor automatismo en la adopción de decisiones mediante el uso del procedimiento de votación por mayoría cualificada inversa en la mayor medida posible– hasta ahora solo se ha logrado abordar en parte. Además, en lo que respecta al nuevo marco de vigilancia macroeconómica, sigue siendo crucial que la eficacia del nuevo mecanismo no se vea perjudicada por la amplitud de su alcance, también en lo relativo a los indicadores utilizados, para que pueda corregir los desequilibrios y las vulnerabilidades en una fase temprana.

1 El BCE presentó su evaluación de las propuestas de la Comisión en su Dictamen de 16 de febrero de 2011 sobre la reforma del gobierno económico de la Unión Europea (CON/2011/13).

2 También podría invitarse, con carácter ad-hoc, a los presidentes de las Autoridades Europeas de Supervisión y al Consejero de la FEEF/Director Ejecutivo del MEDE.

EL SEMESTRE EUROPEO Y LA ESTRATEGIA EUROPA 2020

Basándose en la estrategia Europa 2020 para el empleo y un crecimiento inteligente, sostenible e integrador, la vigilancia de las políticas económicas de los Estados miembros por parte de la UE se organiza ahora en un ciclo anual consistente en un semestre europeo y un semestre nacional. De conformidad con este nuevo proceso, las vigilancias económica y presupuestaria se sitúan en el mismo nivel, aún manteniéndose jurídicamente separadas, a fin de que gane en coherencia global el asesoramiento en materia de política económica prestado a los Estados miembros. El primer semestre europeo se inició en enero de 2011 con la publicación por parte de la Comisión de la Encuesta Anual sobre el Crecimiento, en la que se identifican los principales retos en materia de política económica para los Estados miembros, así como para la UE y la zona del euro. El Consejo Europeo, en su reunión de 24 y 25 de marzo de 2011, presentó las directrices estratégicas que los Estados miembros habrán de tener en cuenta al preparar sus programas de estabilidad y convergencia y sus programas nacionales de reforma. Tras examinar estos programas, el Consejo ECOFIN formuló recomendaciones dirigidas a cada Estado miembro en junio de 2011, antes de la adopción de los presupuestos nacionales y de otras medidas de política económica que tiene lugar en la segunda mitad del año. En la Encuesta Anual sobre el Crecimiento publicada en noviembre de 2011, la Comisión evaluó el cumplimiento de las recomendaciones a nivel de la UE e identificó los desafíos para 2012, en particular, lograr una consolidación fiscal compatible con el crecimiento, restablecer el flujo normal de préstamos a la economía, fomentar el crecimiento y la competitividad, hacer frente al desempleo y a las consecuencias sociales de la crisis, y modernizar la administración pública.

A juicio del BCE, aunque es demasiado pronto para evaluar plenamente la eficacia del semestre europeo en lo referente a mejorar la ejecución

de las políticas fiscales y estructurales de los Estados miembros, el marco puede contribuir a un enfoque más integrado y coherente de las políticas económicas y de la vigilancia. En general, sigue siendo importante mantener la presión mutua y evitar que las recomendaciones dirigidas a los Estados miembros se vean diluidas en el proceso de vigilancia.

Como medida adicional para mejorar la gobernanza económica en la zona del euro, la Comisión presentó, en noviembre de 2011, dos propuestas de reglamento para reforzar la vigilancia presupuestaria de los países de la zona del euro cuya estabilidad financiera experimente o corra el riesgo de experimentar graves dificultades y para realizar un seguimiento y evaluar los respectivos planes presupuestarios nacionales, a fin de facilitar la prevención y la corrección oportuna de los déficits excesivos. Estas propuestas están siendo consideradas actualmente en el seno del Consejo de la UE y del Parlamento Europeo.

EL PACTO POR EL EURO PLUS

En su reunión de 11 de marzo de 2011, los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro aprobaron un Pacto por el Euro, que tiene por objeto fortalecer en mayor medida el pilar económico de la UEM y mejorar la calidad de la coordinación de las políticas económicas, prestando especial atención a los aspectos que entran dentro de las competencias nacionales y que revisten una importancia clave para aumentar la competitividad y evitar desequilibrios nocivos. El seguimiento de los progresos se realizará en el contexto del semestre europeo. El Pacto también está abierto a Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro, y, dado que ya ha sido suscrito por Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, ha pasado a denominarse Pacto por el Euro Plus. El BCE expresó su satisfacción por el compromiso concreto de los Estados miembros participantes de acometer medidas especialmente ambiciosas en materia de competitividad, empleo y sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, que van más allá de los objetivos ya acordados.

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En 2011, todos los Estados miembros, salvo Estonia, Luxemburgo, Finlandia y Suecia, estuvieron sujetos a procedimientos de déficit excesivo. En el caso de Finlandia, el procedimiento fue derogado por decisión del Consejo ECOFIN de 12 de julio de 2011, después de que los datos de Eurostat revelaran que el déficit del país en 2010 se había mantenido por debajo del 3% del PIB. En el caso de Bulgaria, Hungría y Malta, el plazo para corregir el déficit de las Administraciones Públicas y situarlo por debajo del valor de referencia del 3% del PIB se fijó para finales de 2011, mientras que para Bélgica, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Rumanía y Polonia es el año 2012, y para el resto de países sujetos a procedimientos de déficit excesivo, incluidos lo que están aplicando un programa de la UE y el FMI, el plazo se ha establecido en 2013 y años posteriores.

El BCE aprecia las medidas de consolidación adoptadas por los países de la zona del euro, que son vitales para retornar a posiciones fiscales saneadas. No obstante, en varios países de la zona del euro sujetos a procedimientos de déficit excesivo, el ajuste estructural en 2011 fue menor de lo exigido. Habida cuenta de los riesgos para una corrección oportuna y sostenible de los procedimientos de déficit excesivo, el BCE respalda la aceleración de dichos procedimientos y la inmediata aplicación de los procedimientos reforzados del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que entraron en vigor en enero de 2012.

2 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

A lo largo de 2011 se lograron nuevos avances en el programa de ampliación de la UE, especialmente en lo que se refiere a Croacia. Los Estados miembros de la UE concluyeron las negociaciones de adhesión con este país en junio de 2011. El 9 de diciembre de 2011 se firmó en Bruselas el Tratado de Adhesión, y se prevé que esta se produzca el 1 de julio de 2013. Por consiguiente, se ha invitado a miembros del Hrvatska narodna banka (banco central de Croacia) a asistir como observadores a las reuniones del Consejo General del BCE y de los comités del SEBC. Por lo que respecta a los restantes países candidatos, es decir, los países cuya solicitud de incorporación a la UE ha sido aceptada, continuaron las negociaciones de adhesión con Turquía (iniciadas en octubre de 2005) y con Islandia (iniciadas en julio de 2010). Tras conceder a Montenegro la condición de candidato en diciembre de 2010, el Consejo Europeo puso en marcha el proceso de adhesión con este país en diciembre de 2011, con miras a iniciar las negociaciones pertinentes en junio de 2012. El Consejo Europeo decidió asimismo, en marzo de 2012, conceder la condición de candidato a Serbia. La Comisión Europea reiteró su recomendación de iniciar las negociaciones de adhesión con la antigua República Yugoslava de Macedonia, país candidato desde 2005, pero todavía no se ha fijado una fecha.

El BCE prosiguió su diálogo en materia política monetaria con los bancos centrales de los países candidatos a la UE mediante reuniones bilaterales y dentro del marco institucional general del proceso de ampliación establecido por la UE. El BCE organizó diálogos de alto nivel sobre política monetaria, de carácter anual, con el Banco Central de la República de Turquía y con el Hrvatska narodna banka. El BCE y el Banco Central de Islandia reforzaron sus relaciones y, en septiembre de 2011, se recibió en Fráncfort a una delegación de esta última institución presidida por el gobernador Már Guðmundsson. Asimismo, se han mantenido relaciones más estrechas con los bancos centrales de los países candidatos, así como con los de otros países mediante programas de cooperación técnica (véase la sección 2 del capítulo 5).



La edificación de las dos torres de oficinas avanza al ritmo de una planta a la semana, si bien una de las torres será más alta que la otra. Una vez terminadas, la torre norte tendrá 45 plantas, y la torre sur, 43. El rascacielos en conjunto (sin la antena) tendrá una altura máxima aproximada de 185 metros.

Desde el pasado verano, la estructura superior del rascacielos se ha cubierto con una malla contra escombros amarilla. Esta malla sirve de escudo y permite continuar las labores de apuntalado y hormigonado con mal tiempo y fuertes vientos sin poner en peligro la seguridad de los trabajadores, incluso a gran altura.

CAPÍTULO 5

**ASUNTOS
INTERNACIONALES**

I 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 grado de integración económica y financiera, el seguimiento y el análisis de la evolución del entorno económico mundial revisten crucial importancia para la aplicación de la política económica en la zona del euro. El BCE también desempeña un papel importante en el proceso de supervisión multilateral internacional de las políticas macroeconómicas que, a nivel de bancos centrales, coordina principalmente el BPI. El BCE participa asimismo en las reuniones pertinentes del FMI y de la OCDE, así como en otros foros como las reuniones de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G 20 y del G 7.

En 2011, el entorno económico internacional se caracterizó por una desaceleración de la recuperación económica, cayendo el crecimiento hasta el 1,6% en las economías avanzadas (frente al 3,2% de 2010) y hasta el 6,2% en el caso de las economías emergentes y en desarrollo (frente al 7,3% de 2010), según el FMI. Al mismo tiempo, los desequilibrios externos, que habían disminuido en 2009 en el contexto de la crisis financiera mundial, dejaron de reducirse y continuaron en niveles elevados en 2011. Los principales países que registraban déficits o superávits han seguido siendo esencialmente los mismos. Al igual que en los últimos años, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se mantuvo prácticamente en equilibrio en 2011. En diversas ocasiones a lo largo de 2011, el BCE hizo hincapié en los riesgos y las distorsiones que se producirían si los desequilibrios globales se mantuvieran en niveles insostenibles y manifestó su apoyo a un reequilibrio de los patrones de la demanda mundial. Por lo que se refiere a los factores estructurales que ayudarían a reducir sustancialmente dichos desequilibrios, los países con déficit exterior deberían incrementar el ahorro interno, reducir los déficits fiscales y llevar a término la agenda de reformas estructurales. De la misma manera, las economías con superávit exterior también podrían contribuir de forma

significativa incrementando el consumo interno, desarrollando redes de protección social más amplias, emprendiendo reformas en los mercados financieros y aumentando la flexibilidad de los tipos de cambio.

En ese contexto, el BCE participó en los debates de los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G 20, que desembocaron en un acuerdo sobre un conjunto de «Directrices indicativas para evaluar la persistencia de grandes desequilibrios» en abril de 2011. El BCE también participó en la redacción, a nivel de ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales, de un Plan de Acción del G 20, que fue adoptado por los líderes de este grupo en noviembre de 2011. El plan persigue el doble objetivo de hacer frente a las vulnerabilidades a corto plazo y reducir la inestabilidad financiera, así como identificar los compromisos en materia de política económica asumidos por los países miembros del G 20 que ayudarán a sentar las bases de un crecimiento sostenible y equilibrado a medio plazo.

Finalmente, las políticas de zona del euro están sujetas a la supervisión internacional del FMI y de la OCDE. En 2011, el FMI realizó su examen periódico de las políticas monetaria, financiera y económica de la zona del euro como complemento a los realizados para cada uno de los países que la integran. El FMI elaboró dos informes de evaluación de las políticas de la zona del euro, incluido el marco de estabilidad financiera de la UE¹. En el contexto de un nuevo programa de supervisión del FMI, la zona del euro (además de Estados Unidos, Reino Unido, China y Japón) participó en los debates relativos a los efectos de contagio transfronterizos².

- ¹ *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report n.º 11/184, julio de 2011, y *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise*, IMF Country Report n.º 11/186, julio de 2011.
- ² *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report n.º 11/185, julio de 2011.

REFORMAS DEL MARCO INSTITUCIONAL INTERNACIONAL

La estructura y el funcionamiento del sistema monetario internacional siguen siendo un importante tema de debate para la comunidad internacional. En 2011, el foro del G 20 de economías avanzadas y emergentes de importancia sistémica, que incluye a la UE, continuó promoviendo la cooperación internacional, a fin de hacer frente a los actuales desafíos económicos y financieros de alcance global y fomentar un crecimiento más sólido, sostenible y equilibrado.

En su sexta cumbre celebrada en Cannes en noviembre de 2011, los líderes del G 20 realizaron un seguimiento de los compromisos asumidos en la reunión de Pittsburg de septiembre de 2009 en la que habían instituido un marco para un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado. El objetivo de este marco es ayudar a gestionar la transición de la respuesta dada a la crisis a un patrón de crecimiento mundial sólido, sostenible y equilibrado. El marco contempla un proceso de evaluación mutua para determinar hasta qué punto las políticas nacionales y regionales y los marcos de política económica de los países miembros del G 20 son compatibles entre sí y coherentes con el objetivo del propio marco. Los líderes del G 20 también alcanzaron un acuerdo en torno a un conjunto de conclusiones para orientar a los países en la gestión de los flujos de capital, así como en un plan de acción para los mercados de deuda en moneda nacional. Además, reconociendo la creciente importancia de los acuerdos de financiación regionales, el G 20 consensuó unos principios comunes de cooperación entre el FMI y esos acuerdos regionales. Estas medidas tenían por objeto contribuir al logro de un sistema monetario internacional más estable y resistente. En este contexto, las deliberaciones se centraron también en la supervisión que ejerce el FMI, sus instrumentos de préstamo, sus recursos y la cesta de monedas del derecho especial de giro (DEG)³, así como en la labor realizada para evaluar la evolución de la liquidez mundial y el análisis de los factores determinantes de la acumulación de reservas.

En cumplimiento del compromiso asumido por los líderes del G 20 en la cumbre de Londres, celebrada en abril de 2009, de incrementar los recursos disponibles para las instituciones financieras internacionales, en marzo de 2011 entraron en vigor los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP)⁴ reformados y ampliados. La participación en los NAP se amplió de 26 a 40 países miembros y se elevó el importe total de estas líneas de crédito del FMI, de 34 mm de DEG a 370 mm de DEG. La mayoría de los acuerdos de préstamos bilaterales y de compra de pagarés suscritos desde 2009 entre el FMI y sus países miembros, por un importe cercano a los 180 mm de DEG, se incorporarán gradualmente a los NAP. En noviembre de 2011, el FMI acordó modificar de nuevo sus instrumentos de préstamo para dar respuesta a las necesidades de liquidez de los países con fundamentos económicos sólidos que se vean afectados por los efectos de contagio. En este contexto, se decidió aumentar la flexibilidad de la Línea de Crédito Precautorio, creada en agosto de 2010, permitiendo el acceso a este servicio financiero a los países miembros que experimenten necesidades *reales* de balanza de pagos y autorizando la celebración de acuerdos a seis meses, además de las opciones actuales de uno y dos años. Como consecuencia de estos cambios, la Línea de Crédito Precautorio ha pasado a denominarse Línea de Precaución y Liquidez⁵.

En 2011, el G 20 y el Directorio Ejecutivo del FMI también intercambiaron opiniones sobre la composición de la cesta de monedas que determina el valor del DEG. Se confirmó que la composición de la cesta debería seguir reflejando el valor relativo de las monedas en el sistema financiero internacional y en el comercio mundial, y que los principios que orientan la

3 El derecho especial de giro (DEG) es una unidad de cuenta utilizada por el FMI y otros organismos internacionales, así como un posible activo frente a las monedas de libre uso de los países miembros del FMI.

4 Los NAP son acuerdos de crédito entre el FMI y un grupo de países miembros e instituciones para proporcionar recursos adicionales al FMI.

5 Seguirán aplicándose los otros criterios de habilitación de la Línea de Crédito Precautoria.

valoración del DEG, incluida la estabilidad en términos de las principales monedas, seguían siendo válidos, aunque es necesario aclarar en mayor medida los criterios de admisión de una moneda en la cesta. El 1 de enero de 2011, la contribución del euro se fijó en 42,3 céntimos de euro, o lo que es lo mismo en un 37,4% de la cesta en esa fecha, en la composición actual de cuatro monedas.

Una de las actividades fundamentales del FMI, la supervisión, se sometió a la revisión trienal ordinaria en 2011. En el desarrollo de este ejercicio se consideraron las enseñanzas en esta materia extraídas de la crisis financiera global y se tomó nota de los avances logrados desde 2008 (incluidos los nuevos informes sobre efectos de contagio, o *spillover reports*, mencionados anteriormente). Se acordó que el marco de supervisión debería ser más integrado, equitativo y eficaz, para poder identificar mejor y hacer frente a los riesgos, incluidos los riesgos de contagio, para la estabilidad económica y financiera.

2 COOPERACIÓN CON PAÍSES NO PERTENECIENTES A LA UE

Como en años anteriores, el Eurosistema organizó seminarios y cursos con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, con el fin de promover el diálogo en materia de políticas económicas. El BCE también participó activamente, junto con la Comisión Europea, en el diálogo macroeconómico de la UE con las principales economías emergentes y con países vecinos de la UE. Además, la cooperación técnica prestada por el Eurosistema siguió siendo un instrumento importante para fortalecer la capacidad administrativa de los bancos centrales de esos países, especialmente en las regiones vecinas de la UE, y para potenciar el cumplimiento de las normas europeas e internacionales.

PROMOCIÓN DEL DIÁLOGO EN MATERIA DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

El BCE continuó intensificando sus relaciones con los bancos centrales y con las autoridades monetarias de varios países. Por ejemplo, participó en el diálogo macroeconómico de la UE con Brasil, Rusia, India y China.

En el contexto de las relaciones bilaterales con el Banco Central de la República Popular China, el grupo de trabajo integrado por empleados de las dos instituciones analizó una amplia gama de temas, como el reequilibrio del crecimiento mundial, los desafíos en materia de política monetaria, las burbujas de precios de los activos y los riesgos conexos, la reforma y la liberalización de los mercados financieros y el papel internacional de las monedas.

El Eurosistema y el Banco de Rusia celebraron su sexto seminario de alto nivel los días 3 y 4 de febrero de 2011 en Fráncfort. Los debates se centraron principalmente en la economía rusa, en el papel del dinero y del crédito en la ejecución de la política monetaria y en la nueva arquitectura de supervisión en la UE y Rusia.

El sexto seminario de alto nivel de los bancos centrales de la región de Asia Oriental y el Pacífico y de la zona del euro se celebró en Ámsterdam los días 27 y 28 de junio de 2011, organizado conjuntamente por el BCE, el De

Nederlandsche Bank y el Banco de Corea, en calidad de presidente de la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales de Asia Oriental y el Pacífico de 2011. El objetivo del seminario era intercambiar opiniones sobre aspectos clave de las políticas económicas de mutuo interés y profundizar en las relaciones entre las autoridades monetarias de ambas regiones.

Los días 5 y 6 de julio de 2011, el BCE organizó una conferencia económica sobre los países emergentes de Europa. La conferencia, que se celebró en Fráncfort, se centró principalmente en la eficacia de las medidas adoptadas frente a la crisis, el crecimiento sostenible y la convergencia, así como en los desafíos en materia de estabilidad financiera en los países de Europa central, oriental y sudoriental.

El Eurosistema celebró el tercer seminario de alto nivel con los bancos centrales y los organismos monetarios de los Estados miembros del Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo, organizado conjuntamente por el BCE y el Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos, que tuvo lugar el 19 de enero de 2012 en Abu Dhabi. Los temas tratados en el seminario fueron los retos económicos, financieros y fiscales que tiene planteados actualmente la zona del euro, el análisis del riesgo sistémico y la prevención de las crisis financieras, y la arquitectura monetaria y financiera internacional.

COOPERACIÓN TÉCNICA

Desde 2003, el BCE, en colaboración con los BCN, ha puesto en marcha varios programas de cooperación técnica financiados por la UE en beneficio de los países vecinos de la UE. Estas actividades alcanzaron su apogeo a principios de 2011, cuando el BCE coordinó el mayor número de programas simultáneos en su historia.

El BCE y 21 BCN⁶ comenzaron a prestar asistencia al Banco Nacional de Serbia el

⁶ Los BCN de Bélgica, Bulgaria, República Checa, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Chipre, Luxemburgo, Hungría, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Rumanía, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia y Reino Unido.

1 de febrero de 2011, mediante un programa de dos años de duración financiado por la UE. El objetivo del programa es aproximar las prácticas en materia de banca central a las normas establecidas en la UE en once ámbitos diferentes, entre ellos, la supervisión del sector financiero, la armonización de la legislación, las operaciones monetarias y cambiarias, la investigación y el análisis económicos, las estadísticas, los sistemas de pago y la estabilidad financiera.

El 31 de marzo de 2011 concluyó el programa de cooperación técnica de tres años de duración con el Banco de Rusia, financiado por la UE. El BCE, junto con ocho BCN⁷ de la zona del euro y en cooperación con la Autoridad de Supervisión Financiera de Finlandia, prestó asistencia al Banco de Rusia en materia de supervisión bancaria y auditoría interna. El objetivo del programa era facilitar la aplicación gradual del marco de Basilea II en Rusia, así como realizar actividades de formación y proporcionar información sobre las prácticas del Eurosistema en el ámbito de la auditoría interna.

El 30 de septiembre de 2011 concluyó el programa de cooperación técnica de 18 meses de duración entre el BCE, siete BCN⁸ y el Banco Central de Bosnia y Herzegovina. El programa, financiado por la UE, prestó apoyo a este último para aplicar las normas sobre banca central y los requerimientos de la UE en materia de estadísticas, investigación y análisis económicos, estabilidad financiera, armonización de la legislación, tecnologías de la información e integración en la UE.

Por lo que respecta a la región occidental de los Balcanes y Turquía, el programa de asistencia técnica de dos años de duración sobre supervisión macro y microprudencial, financiado por la UE, concluyó el 16 de enero de 2012. El programa fue instrumentado por el BCE en colaboración con 14 BCN⁹ y con instituciones internacionales y europeas¹⁰. Como parte del programa, el Eurosistema organizó una serie de actividades regionales de formación, de carácter intensivo,

sobre supervisión macro y microprudencial y apoyó la puesta en marcha de medidas nacionales concretas en las instituciones beneficiarias¹¹. Además, se realizaron simulaciones técnicas de cooperación entre países de origen y de acogida de alcance regional.

La cooperación con el Banco Central de Egipto continuó durante 2011 con un programa financiado por la UE que tiene por objeto fortalecer la supervisión bancaria en Egipto para lograr el cumplimiento de los componentes básicos del marco de Basilea II. En el programa participan expertos del BCE y de siete BCN¹². Está previsto que el programa concluya el 31 de marzo de 2012.

7 Los BCN de Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria y Finlandia.

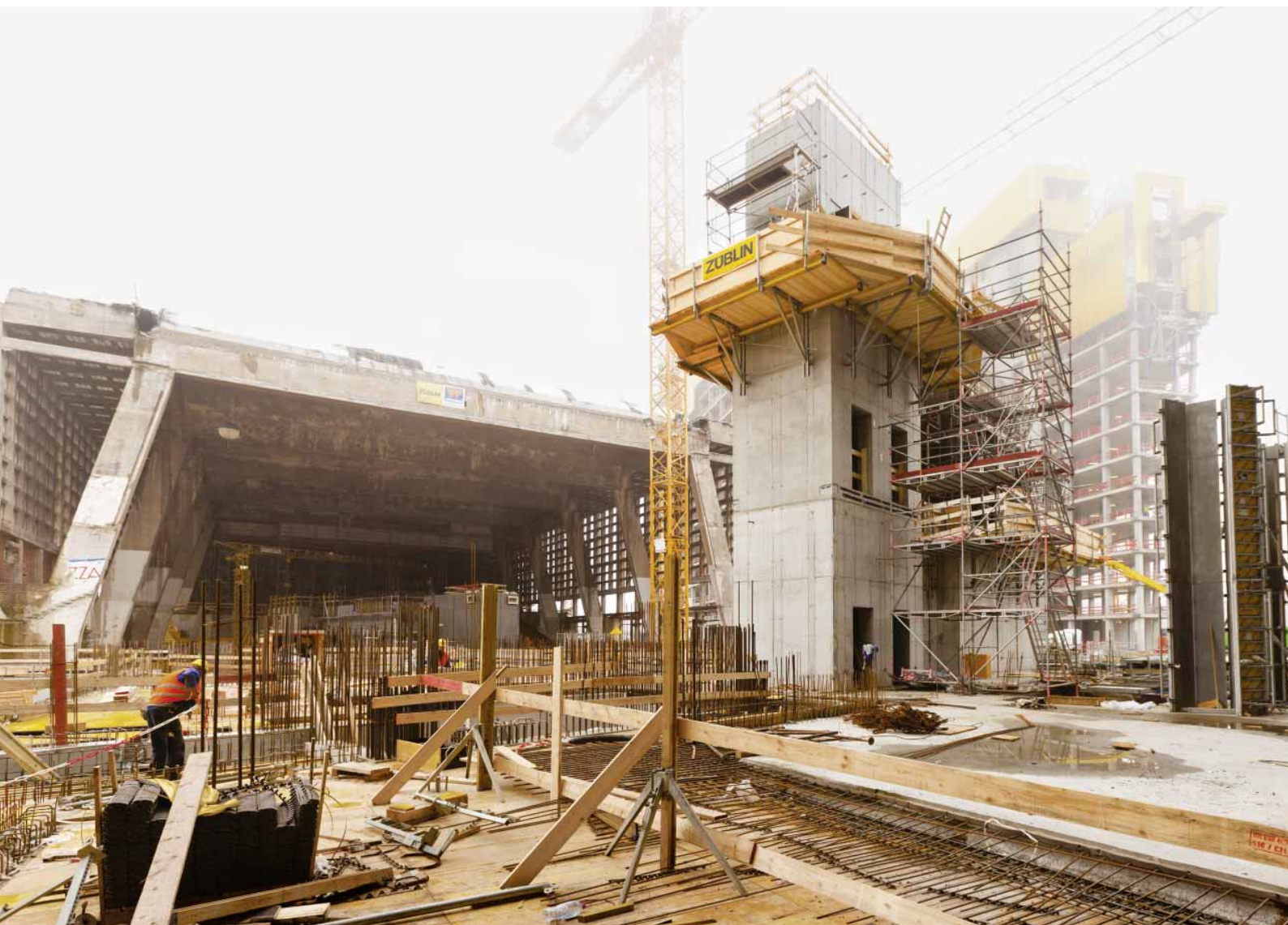
8 Los BCN de Alemania, Grecia, España, Italia, Países Bajos, Austria y Eslovenia.

9 Los BCN de Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

10 El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (al que ha sucedido la Autoridad Bancaria Europea), el Instituto de Estabilidad Financiera, el FMI y el Banco Mundial.

11 Los bancos centrales y las autoridades supervisoras de Croacia, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Turquía, Albania, Bosnia y Herzegovina, Serbia y Kosovo, de conformidad con la resolución 1244 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas.

12 Los BCN de Bulgaria, República Checa, Alemania, Grecia, Francia, Italia y Rumanía.



El edificio de entrada creará un nexo funcional y visual entre el Grossmarkthalle y la doble torre de oficinas. Confluirá con el Grossmarkthalle formando un acceso claramente identificable por el lado norte, desde la Sonnemannstrasse, y en su interior se ubicará la zona destinada a las conferencias de prensa.

El núcleo de hormigón del edificio de entrada, que emerge ya del hueco del espacio del antiguo mercado, muestra la ubicación del edificio de entrada y su alineamiento entre la doble torre de oficinas y el acceso de la Sonnemannstrasse.

CAPÍTULO 6

COMUNICACIÓN EXTERNA Y RENDICIÓN DE CUENTAS

I RENDICIÓN DE CUENTAS Y POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

La independencia de los bancos centrales se ha consolidado en las últimas décadas como elemento indispensable de los regímenes de política monetaria, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. La decisión de otorgar independencia a los bancos centrales está firmemente fundamentada en la teoría económica y en la evidencia empírica, ya que ambas muestran que dicha configuración favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, un principio básico de las sociedades democráticas es que cualquier institución independiente que tenga encomendada una función pública debe rendir cuentas ante la opinión pública y ante sus representantes. Por lo tanto, la rendición de cuentas constituye una importante contrapartida de la independencia de un banco central.

El compromiso del BCE con los principios de rendición de cuentas y de transparencia se demuestra en su política de información a los ciudadanos europeos y a sus representantes democráticamente elegidos, es decir, el Parlamento Europeo. El Tratado establece requisitos precisos de información para el BCE, que incluyen la publicación de un informe trimestral, un estado financiero semanal y un informe anual. El BCE va mucho más allá en el cumplimiento de estas obligaciones estatutarias en lo que respecta a la presentación de información periódica, al publicar, por ejemplo, un Boletín Mensual en lugar del informe trimestral requerido. El compromiso del BCE con los principios de rendición de cuentas y de transparencia se demuestra también en los numerosos discursos pronunciados por los miembros del Consejo de Gobierno, en los que se aborda una amplia variedad de temas de relevancia para las tareas del BCE.

El objetivo de la comunicación externa del BCE es mejorar la comprensión de sus políticas y decisiones por parte del público y, por este motivo, la comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del resto de sus funciones. Dos elementos clave –la apertura y la transparencia– guían las actividades de comunicación del BCE y contribuyen a la

eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria y de sus otras funciones estatutarias. Además, dichos elementos ayudan al BCE a cumplir con su obligación de rendición de cuentas.

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 de 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 presenta 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 de 2004, las decisiones del Consejo de Gobierno distintas de aquellas por las que se establecen los tipos de interés también se publican todos los meses en los sitios web de los bancos centrales del Eurosistema.

Los instrumentos jurídicos del BCE se publican en todos los idiomas oficiales de la UE, al igual que las decisiones de política monetaria del Consejo de Gobierno, las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés, y los estados financieros consolidados del Eurosistema¹. El Informe Anual del BCE también se publica en todos los idiomas oficiales de la UE en su versión completa². El Informe de Convergencia y la edición trimestral de su Boletín Mensual se publican, asimismo, en todos los idiomas oficiales, ya sea en su versión íntegra o en forma resumida³. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y de transparencia ante la opinión pública, el BCE

1 Salvo en gaélico, para el que se aplica una excepción a nivel de la UE.

2 Salvo en gaélico (por excepción a nivel de la UE) y maltés (por acuerdo con el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, tras suprimirse en mayo de 2007 la excepción temporal de la UE).

3 Véase la nota 2.

publica otros documentos, además de las publicaciones estatutarias, en todos los idiomas oficiales o en algunos de ellos, como las notas de prensa que anuncian las proyecciones macroeconómicas de los expertos, declaraciones institucionales e información de interés para el público en general. La elaboración, publicación y distribución de las principales publicaciones del BCE en los distintos idiomas nacionales se realizan en estrecha colaboración con los BCN.

2 RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

El Parlamento Europeo, como institución que adquiere su legitimidad directamente de los ciudadanos de la UE, desempeña el papel institucional más importante a la hora de exigir al BCE que rinda cuentas de su actividad. Desde su creación, el BCE ha mantenido un estrecho y fructífero diálogo con el Parlamento Europeo.

En 2011, el presidente del BCE continuó informando sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE en sus comparecencias trimestrales ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo (ECON). Asimismo, en febrero de 2011 acudió a la Conferencia de Presidentes del Parlamento Europeo. También asistió en agosto a una sesión extraordinaria de la ECON para intercambiar opiniones con miembros del Parlamento Europeo sobre la crisis financiera y económica. En diciembre de 2011 compareció en la sesión plenaria del Parlamento Europeo para presentar el Informe Anual 2010 del BCE.

Otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE también comparecieron ante el Parlamento Europeo en varias ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual 2010 del BCE a la ECON. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció ante la ECON para informar a sus miembros sobre cuestiones de pagos en enero de 2011. También participó en una audiencia pública sobre la Zona Única de Pagos en Euros organizada por la ECON en abril de 2011. Jürgen Stark participó en una audiencia pública sobre gobernanza económica organizada por la ECON en octubre de 2011. En consonancia con las prácticas de años anteriores, una delegación de la ECON visitó el BCE en diciembre de 2011 para intercambiar opiniones con los miembros del Comité Ejecutivo.

En los diversos intercambios de opiniones entre miembros del Parlamento Europeo y representantes del BCE que tuvieron lugar en 2011 se trató una gran variedad de temas. El Parlamento Europeo expresó su apoyo al BCE y a sus políticas en numerosos asuntos. Reconoció el éxito del BCE en el cumplimiento de su mandato en circunstancias difíciles y la

determinación con la que había procedido a la ejecución de la política monetaria durante la crisis. Asimismo, reconoció la constancia y el rigor con los que el BCE había contribuido al fortalecimiento de la gobernanza económica. Además de la evolución macroeconómica y de la política monetaria del BCE, los principales temas considerados estuvieron relacionados con las causas, el impacto y la resolución de la crisis financiera. Asimismo, se mantuvo un diálogo muy fructífero sobre otros temas relacionados con la gobernanza económica y con la regulación y la supervisión financieras.

LA RESOLUCIÓN DE LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

Un tema muy importante tratado en las conversaciones entre el BCE y el Parlamento Europeo en 2011 fue cómo hacer frente a la crisis financiera y económica en curso (véase la sección 1 del capítulo 4). En repetidas ocasiones, el Parlamento Europeo manifestó su satisfacción por la determinación mostrada por el BCE a lo largo de la crisis, señalando que este había logrado mantener la estabilidad de precios a pesar de la desfavorable situación macroeconómica, y reconoció la necesidad de las medidas de política monetaria no convencionales. El Parlamento destacó asimismo la importancia de unas finanzas públicas saneadas para una recuperación sostenible de la crisis y expresó su satisfacción por la creación de un mecanismo permanente de gestión de crisis –el Mecanismo Europeo de Estabilidad–, subrayando la necesidad de integrar en mayor medida dicho mecanismo en el marco de la UE.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE recordó la gravedad de la crisis e insistió en que las decisiones adoptadas por la institución habían sido indispensables para evitar un nuevo agravamiento. Reafirmó, además, que el BCE seguiría adoptando todas las medidas necesarias para mantener la estabilidad de precios en la zona del euro, cumpliendo así el principal mandato que tiene encomendado. El presidente del BCE expresó su agradecimiento por el constructivo diálogo mantenido con la Comisión Especial

sobre la Crisis Financiera, Económica y Social e hizo hincapié en la responsabilidad del BCE de contribuir con su experiencia a los debates parlamentarios, a fin de facilitar el progreso en cuestiones de gran relevancia para el buen funcionamiento de la UEM.

LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA UE Y DE LA ZONA DEL EURO

La reforma del marco de gobernanza económica de la UE y de la zona del euro también ocupó un lugar destacado en los debates entre el BCE y el Parlamento Europeo. A lo largo del año, el Parlamento Europeo debatió un paquete de seis propuestas legislativas sobre este tema presentadas por la Comisión Europea en septiembre de 2010. Además, el Parlamento Europeo está considerando, mediante el procedimiento de codecisión, dos propuestas legislativas encaminadas a reforzar aún más la vigilancia presupuestaria en la zona del euro⁴, que fueron presentadas por la Comisión en noviembre de 2011. El Parlamento Europeo también participó como observador en el Grupo de Trabajo sobre la Unión para la Estabilidad Presupuestaria, que analizó la propuesta del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (para más información sobre este tema, véase la sección 1 del capítulo 4).

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE participó en un debate exhaustivo sobre la nueva legislación y animó a los miembros del Parlamento Europeo a adoptar un enfoque ambicioso. Subrayó la importancia de un mayor automatismo en los procedimientos de toma de decisiones en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esta postura es consecuencia de anteriores llamamientos efectuados por el BCE en 2010 para que se produzca un «salto cualitativo» en lo que se refiere al fortalecimiento de los fundamentos institucionales de la gobernanza económica en la UEM. El presidente del BCE también expresó su satisfacción por la contribución del Parlamento durante el procedimiento legislativo encaminado a reforzar aún más las disposiciones del Pacto de

Estabilidad y Crecimiento, en particular al hacer que tanto este Pacto como el marco para medir los desequilibrios macroeconómicos creado recientemente sean más eficaces mediante el recurso a la votación por mayoría cualificada inversa. Además, el Parlamento Europeo incorporó la imposición de multas por presentación errónea de datos estadísticos. Finalmente, el Parlamento Europeo prestó especial atención a los aspectos de legitimidad democrática del nuevo marco de gobernanza, introduciendo el concepto de «diálogo económico» entre las autoridades nacionales responsables de las políticas económicas y sus homólogos de la UE, por un lado, y del Parlamento Europeo, por otro.

LA REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO DE LA UE

El Parlamento Europeo y el BCE continuaron el intenso diálogo que mantienen sobre cuestiones relacionadas con la supervisión y la regulación financieras (véase la sección 3 del capítulo 3). El Reglamento sobre las infraestructuras de mercado europeas y el Reglamento sobre ventas en corto y determinados aspectos de los seguros de riesgo de crédito (CDS) fueron temas destacados del programa de la ECON. En lo que respecta a la legislación, también se inició el debate sobre la tercera revisión de la Directiva de Requerimientos de Capital y la revisión de la legislación relativa a las agencias de calificación crediticia. En varias ocasiones se analizaron las posibles ventajas e inconvenientes de aplicar un impuesto sobre las transacciones financieras.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE expresó su satisfacción con el decisivo papel desempeñado por el Parlamento Europeo para introducir una ambiciosa reforma de la supervisión financiera con una perspectiva verdaderamente europea. Subrayó, además, la importancia de mantener

4 Propuesta de Reglamento sobre disposiciones comunes para el seguimiento y la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios y para la corrección del déficit excesivo de los Estados miembros de la zona del euro y propuesta de Reglamento sobre el reforzamiento de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros cuya estabilidad financiera dentro de la zona del euro experimenta o corre el riesgo de experimentar graves dificultades.

el dinamismo político para seguir aplicando la agenda de regulación financiera. Por lo que respecta al Reglamento sobre las infraestructuras de mercado europeas, mostró su preferencia por un acuerdo basado en la cooperación y en el intercambio de información entre las autoridades de supervisión en forma de colegios, más que en procedimientos bilaterales. El presidente del BCE hizo hincapié en la importancia de contar con unos mecanismos sólidos de resolución de crisis bancarias, que limiten los costes asociados a una quiebra en el caso de un grupo internacional. En todos estos temas, el presidente del BCE subrayó la importancia de alcanzar la igualdad de trato y evitar el arbitraje regulatorio.

Los dictámenes del BCE sobre propuestas legislativas de la UE que entran en su ámbito de competencia (véase la sección 6.2 del capítulo 2) también sirvieron de fuente de asesoramiento técnico para los miembros del Parlamento Europeo.

3 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE se dirige a grupos de destinatarios muy diversos, como expertos en cuestiones financieras, medios de comunicación, Gobiernos, parlamentos y público en general, con distintos niveles de conocimiento en economía y finanzas. Por ello, la explicación de su mandato y de 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.

En 2011, el BCE centró de forma especial sus actividades de comunicación en explicar la crisis económica y financiera mundial y sus consecuencias, prestando especial atención a la crisis de la deuda soberana en Europa y a las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno y ejecutadas por el Eurosistema. La mayor parte de los discursos públicos pronunciados por los miembros del Comité Ejecutivo estuvieron relacionados con estos temas, sobre los que se recibió el mayor número de preguntas y de solicitudes de información por parte de los medios de comunicación, del público y de quienes visitaron la sede del BCE. También formaron parte habitual de las actividades de comunicación del BCE las actividades de la Junta Europea de Riesgo Sistémico durante su primer año de funcionamiento y, en particular, el respaldo prestado por el BCE a dichas actividades.

El BCE publica varios estudios e informes periódicos, entre los que se incluye el Informe Anual, que presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior; el Boletín Mensual, que 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 informe semestral «Financial Stability Review», que analiza la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro en cuanto a su capacidad para absorber perturbaciones de carácter adverso. El BCE ofrece también una amplia gama de estadísticas, principalmente a través de la sección «Statistical

Data Warehouse» y de gráficos interactivos que pueden consultarse en su sitio web, pero también en su versión impresa en las ediciones mensuales del «Statistics Pocket Book».

Todos los miembros del Consejo de Gobierno del BCE contribuyen directamente a mejorar el conocimiento y la comprensión por parte del público de las funciones y políticas del Eurosistema mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales, discursos públicos y entrevistas con los medios de comunicación. En 2011, los miembros del Comité Ejecutivo pronunciaron alrededor de 150 discursos ante públicos diversos y concedieron unas 240 entrevistas a los medios de comunicación publicando, además, numerosos artículos en periódicos, revistas y prensa especializada.

Los BCN de la zona del euro desempeñan un papel de crucial importancia en la difusión, a nivel nacional, de la información y los mensajes del Eurosistema tanto al público en general como a otras partes interesadas. Los BCN se dirigen a un público muy amplio, a escala tanto nacional como regional, en su propio idioma y entorno.

En 2011, el BCE organizó 16 seminarios para periodistas, destinados a mejorar el conocimiento y la comprensión de los representantes de los medios de comunicación nacionales e internacionales del mandato, las funciones y las actividades del BCE. Algunos de estos seminarios fueron organizados por el propio BCE y otros en colaboración con los BCN, la Comisión Europea, el Centro Europeo de Periodismo y otras autoridades públicas y fundaciones. En 2011, el BCE recibió en su sede de Fráncfort alrededor de 13.500 visitantes, que obtuvieron información de primera mano en forma de presentaciones impartidas por expertos de la institución.

Todos los documentos que publica el BCE, así como otra información sobre sus distintas actividades, se difunden a través de su sitio web, que en 2011 recibió 27 millones de visitas,

con 224 millones de páginas consultadas y 57 millones de documentos descargados. En 2011, el BCE respondió a unas 100.000 consultas del público sobre diversos temas relacionados con las actividades, las políticas y las decisiones de la institución. El juego educativo en línea €CONOMÍA, presentado en 2010, fue adaptado a dispositivos móviles y consiguió el primer premio del Deutscher Preis für Onlinekommunikation en la categoría de juegos de empresa.

En 2011 se organizaron una serie de eventos y conferencias de alto nivel, entre otros, el coloquio sobre integración y estabilidad europeos en honor de Gertrude Tumpel-Gugerell, celebrado el 19 de mayo de 2011, y un evento para conmemorar el término del mandato de Jean-Claude Trichet como presidente del BCE el 19 de octubre de 2011.

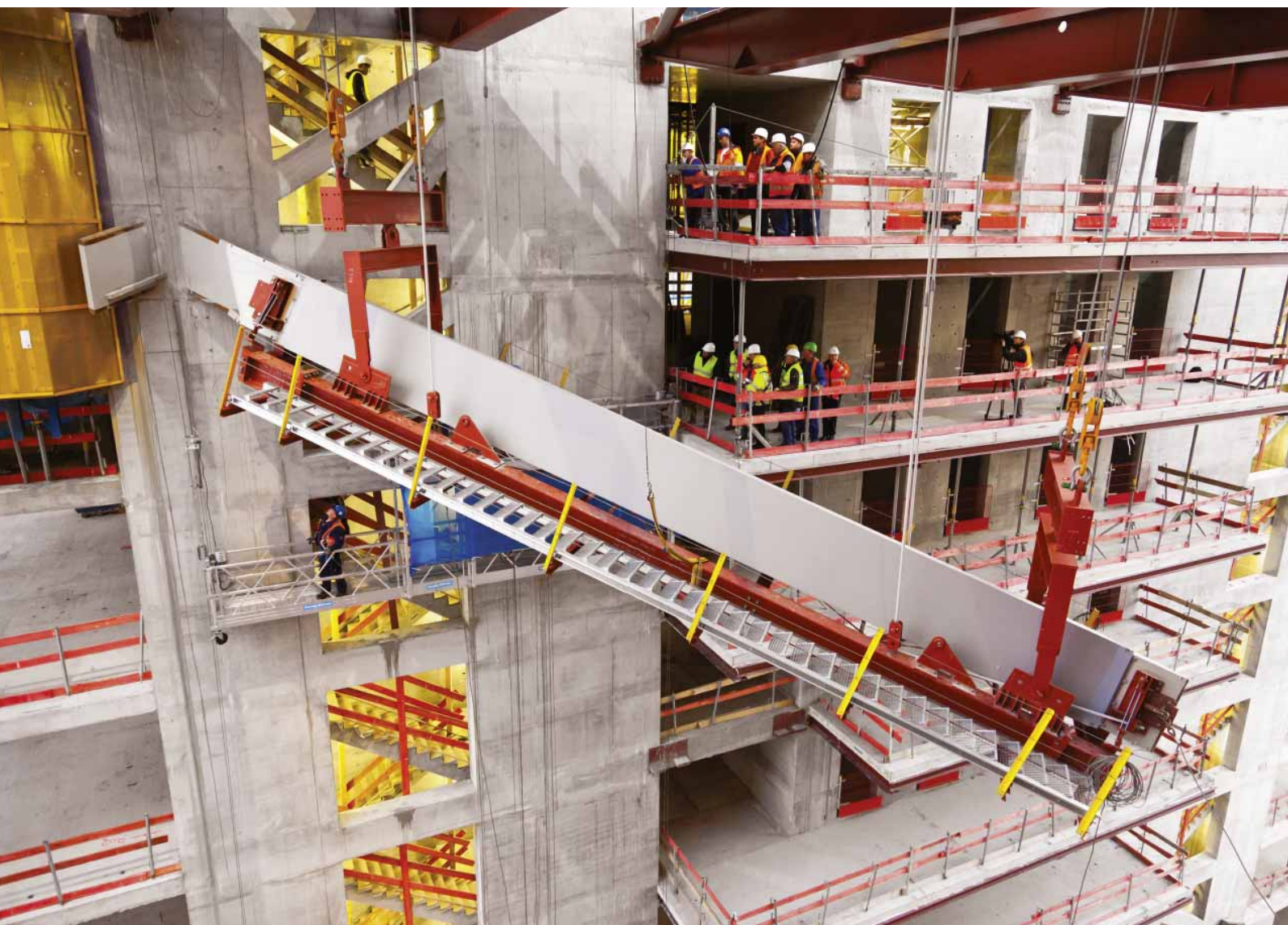
El 1 de octubre de 2011 se convocó el Concurso Generación Euro para estudiantes de enseñanza secundaria de la zona del euro. El objetivo a largo plazo de este concurso, que se celebrará todos los años, es mejorar los conocimientos económicos de los adolescentes y facilitarles una comprensión más adecuada del papel que desempeña el banco central en la economía. El primero de estos concursos abarca el año escolar 2011/ 2012 y concluirá con un acto de entrega de premios a mediados de 2012.

En noviembre se abrió un espacio en el sitio web del BCE en el que se presenta una cronología con las principales fechas y acontecimientos de la crisis financiera. Este espacio tiene por objeto satisfacer la fuerte demanda de información sobre el desarrollo de la crisis por parte de los medios de comunicación y del público en general. Ofrece, de forma sucinta y fácil de comprender, un resumen de los hechos más destacados en relación con la crisis financiera y de deuda soberana desde la perspectiva del BCE.

En preparación del décimo aniversario de la introducción de los billetes y monedas en euros el 1 de enero de 2012, se rodó una

película conmemorativa y se preparó un dossier para la prensa, imágenes de archivo sobre la producción de billetes y monedas en euros y material educativo; asimismo, se organizó un concurso para niños de edades comprendidas entre 9 y 12 años. Además, como parte de las actividades de comunicación sobre los billetes, la exposición sobre el euro, con juegos y elementos interactivos diversos, que es de carácter itinerante, visitó las ciudades de Bucarest, París y Sofía, organizada por el BCE en colaboración con los BCN y con otras instituciones como, por ejemplo, museos. Desde su inicio en 2008 hasta finales de 2011, la exposición ha recibido alrededor de 226.000 visitantes.

En 2011, las Jornadas Culturales del BCE estuvieron dedicadas a Italia y fueron organizadas en colaboración con la Banca d'Italia. Entre el 19 de octubre y el 17 de noviembre se rindió homenaje al arte y la cultura italianos mediante una serie de eventos celebrados en conocidos lugares de Fráncfort, en los que se presentaron desde conciertos de música clásica y de jazz, actos literarios y proyecciones de películas hasta espectáculos de danza, conferencias y exposiciones sobre arte y actividades para niños. Las Jornadas Culturales comenzaron a celebrarse en 2003, con el fin de ofrecer tanto a los residentes de Fráncfort como a los visitantes la posibilidad de conocer de manera singular la cultura de un Estado miembro de la UE diferente cada año.



En noviembre de 2011 se montó en el atrio que separa las dos torres de oficinas el primero de un total de 14 armazones. Estos armazones, junto con las plataformas de intercambio, sirven para reforzar las dos torres de oficinas.

CAPÍTULO 7

MARCO INSTITUCIONAL Y ORGANIZACIÓN

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES

El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro (17 desde el 1 de enero de 2011). El término «Eurosistema», ahora recogido en el Tratado de Lisboa, fue adoptado por el Consejo de Gobierno para facilitar la comprensión de la estructura de la banca central de la zona del euro. Este término subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) se compone del BCE y de los BCN de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye también los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro.

El BCE es el núcleo del Eurosistema y del SEBC y garantiza que las operaciones que forman parte

de las funciones del SEBC se lleven a cabo bien a través de las propias actividades del BCE, o bien por medio de los BCN, a los que el BCE recurrirá en la medida en que se considere posible y apropiado. El BCE tiene personalidad jurídica propia conforme al derecho público internacional. El Tratado de Lisboa ha establecido que el BCE es una institución de la UE. No obstante, sus características institucionales se mantienen.

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que le han sido encomendadas al Eurosistema con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores del BCE. Los BCN contribuyen también a las tareas del Eurosistema y del SEBC mediante la participación de sus expertos en los comités del Eurosistema/SEBC (véase sección 1.5 de este capítulo). Los BCN pueden desempeñar funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia



responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que estas interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC están gobernados por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE, 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 correspondiente¹. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes del Eurosistema, con el respeto debido al principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

1.2 CONSEJO DE GOBIERNO

El Consejo de Gobierno está compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el euro. En virtud del Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al Eurosistema;
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez en el Eurosistema, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne, por norma general, dos veces al mes en la sede del BCE en Fráncfort del Meno (Alemania). Lleva a cabo, entre otros asuntos, una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia, específicamente en la

primera reunión del mes, mientras que la segunda reunión suele dedicarse a temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En 2011 se celebraron dos reuniones fuera de Fráncfort, una organizada por el Suomen Pankki – Finlands Bank en Helsinki y la otra por el Deutsche Bundesbank en Berlín. Además de estas reuniones, el Consejo de Gobierno también puede celebrar reuniones mediante teleconferencia o adoptar decisiones por procedimiento escrito.

Cuando adoptan decisiones sobre política monetaria y sobre otras tareas asignadas al BCE y al Eurosistema, los miembros del Consejo de Gobierno no actúan como representantes de sus países respectivos, sino a título personal y de forma completamente independiente, según refleja el principio de «un voto por miembro» que se aplica en el Consejo de Gobierno. En 2008, el Consejo de Gobierno decidió mantener su sistema de votación vigente –según se dispone en el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC– e introducir el sistema de rotación únicamente cuando el número de gobernadores de los bancos centrales nacionales de la zona del euro exceda de dieciocho.

1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados por el Consejo Europeo, que actúan por mayoría cualificada, tras consultar con el Parlamento Europeo y el BCE. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne, por norma general, una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;

¹ Para los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33; 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 el sitio web del BCE.

CONSEJO DE GOBIERNO

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Carlos Costa, Yves Mersch,
Vitor Constâncio, Mario Draghi,
José Manuel González-Páramo,
Benoît Cœuré, Marko Kranjec,
Jörg Asmussen

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen,
Ignazio Visco, Ewald Nowotny,
Miguel Fernández Ordóñez,
Josef Bonnici, Patrick Honohan,
Jozef Makúch, Christian Noyer

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Luc Coene, George A. Provopoulos,
Athanasios Orphanides, Klaas Knot,
Jens Weidmann, Peter Praet,
Andres Lipstok



Mario Draghi

Presidente del BCE
(desde el 1 de noviembre de 2011)
Gobernador de la Banca d'Italia
(hasta el 31 de octubre de 2011)

Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE
(hasta el 31 de octubre de 2011)

Vítor Constâncio

Vicepresidente del BCE

Jörg Asmussen

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(desde el 1 de enero de 2012)

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(hasta el 31 de diciembre de 2011)

Michael C. Bonello

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central
Bank of Malta
(hasta el 30 de junio de 2011)

Josef Bonnici

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank
of Malta
(desde el 1 de julio de 2011)

Luc Coene

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(desde el 1 de abril de 2011)

Benoît Cœuré

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(desde el 1 de enero de 2012)

Carlos Costa

Gobernador del Banco de Portugal

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Patrick Honohan

Gobernador del Banc Ceannais na hÉireann /Central
Bank of Ireland

Klaas Knot

Presidente del De Nederlandsche Bank
(desde el 1 de julio de 2011)

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gobernador del Eesti Pank

Jozef Makúch

Gobernador del Národná banka Slovenska

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Athanasios Orphanides

Gobernador del Central Bank of Cyprus

Peter Praet

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(desde el 1 de junio de 2011)

George A. Provopoulos

Gobernador del Bank of Greece

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(hasta el 31 de marzo de 2011)

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(hasta el 31 de diciembre de 2011)

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE
(hasta el 31 de mayo de 2011)

Ignazio Visco

Gobernador de la Banca d'Italia
(desde el 1 de noviembre de 2011)

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank
(hasta el 30 de abril de 2011)

Jens Weidmann

Presidente del Deutsche Bundesbank
(desde el 1 de mayo de 2011)

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank
(hasta el 30 de junio de 2011)

- poner en práctica la política monetaria de la zona del euro 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;
- 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 distintos altos cargos, asesora al Comité Ejecutivo en asuntos relativos a la gestión, la planificación de actividades y el presupuesto anual del BCE.

I.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General se compone del presidente y el vicepresidente del BCE y de los gobernadores de los BCN de los 27 Estados miembros de la UE. Es responsable principalmente de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo que aún han de seguir realizándose porque no todos

COMITÉ EJECUTIVO



Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Jörg Asmussen, Peter Praet,
Benoît Cœuré

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Vitor Constâncio (vicepresidente),
Mario Draghi (presidente),
José Manuel González-Páramo

Mario Draghi

Presidente del BCE
(desde el 1 de noviembre de 2011)

Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE
(hasta el 31 de octubre de 2011)

Vítor Constâncio

Vicepresidente del BCE

Jörg Asmussen

Miembro del Comité Ejecutivo
(desde el 1 de enero de 2012)

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo
(hasta el 31 de diciembre de 2011)

Benoît Cœuré

Miembro del Comité Ejecutivo
(desde el 1 de enero de 2012)

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo

Peter Praet

Miembro del Comité Ejecutivo
(desde el 1 de junio de 2011)

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo
(hasta el 31 de diciembre de 2011)

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo
(hasta el 31 de mayo de 2011)

CONSEJO GENERAL

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Ewald Nowotny, Ilmārs Rimšēvičs,
Athanasios Orphanides, Vítor
Constâncio, Mario Draghi, Miguel
Fernández Ordóñez, Luc Coene

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Erkki Liikanen,
Carlos Costa, Yves Mersch,
Christian Noyer, Jozef Makúch,
Marko Kranjec, Stefan Ingves,
Mugur Constantin Isărescu

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Marek Belka, Ignazio Visco,
Nils Bernstein, Klaas Knot,
Miroslav Singer, Andres Lipstok,
András Simor, Patrick Honohan

Nota: Josef Bonnici, Ivan Iskrov,
Mervyn King, George A. Provopoulos,
Vitas Vasiliauskas y Jens Weidmann
no estaban presentes
cuando se tomó la foto.



Mario Draghi

Presidente del BCE
(desde el 1 de noviembre de 2011)
Gobernador de la Banca d'Italia
(hasta el 31 de octubre de 2011)

Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE
(hasta el 31 de octubre de 2011)

Vítor Constâncio

Vicepresidente del BCE

Marek Belka

Presidente del Narodowy Bank Polski

Nils Bernstein

Gobernador del Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank
of Malta
(hasta el 30 de junio de 2011)

Josef Bonnici

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank
of Malta
(desde el 1 de julio de 2011)

Luc Coene

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(desde el 1 de abril de 2011)

Carlos Costa

Gobernador del Banco de Portugal

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

Patrick Honohan

Gobernador del Banc Ceannais na hÉireann/
Central Bank of Ireland

Stefan Ingves

Gobernador del Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Gobernador de la Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Gobernador del Българска народна банка
(Banco Nacional de Bulgaria)

Mervyn King

Gobernador del Bank of England

Klaas Knot

Presidente del De Nederlandsche Bank
(desde el 1 de julio de 2011)

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Gobernador del Eesti Pank

Jozef Makúch

Gobernador del Národná banka Slovenska

Yves Mersch

Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Ewald Nowotny

Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer

Gobernador de la Banque de France

Athanasios Orphanides

Gobernador del Central Bank of Cyprus

George A. Provopoulos

Gobernador del Bank of Greece

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
(hasta el 31 de marzo de 2011)

Ilmārs Rimšēvičs

Gobernador del Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Presidente del Consejo del Lietuvos bankas
(hasta el 15 de abril de 2011)

András Simor

Gobernador del Magyar Nemzeti Bank

Miroslav Singer

Gobernador del Česká národní banka

Vitas Vasiliauskas

Presidente del Consejo del Lietuvos bankas
(desde el 16 de abril de 2011)

Ignazio Visco

Gobernador de la Banca d'Italia
(desde el 1 de noviembre de 2011)

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank
(hasta el 30 de abril de 2011)

Jens Weidmann

Presidente del Deutsche Bundesbank
(desde el 1 de mayo de 2011)

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank
(hasta el 30 de junio de 2011)

los Estados miembros han adoptado el euro. Entre ellas se encuentra el reforzamiento de la cooperación entre los BCN, el apoyo a la coordinación de las políticas monetarias de los Estados miembros para garantizar la estabilidad de precios, y el seguimiento del funcionamiento del MTC II. Además, informa al Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE) –mediante el Informe de Convergencia del BCE– de los avances efectuados por los Estados miembros que aún no han adoptado el euro en lo que se refiere al cumplimiento de sus obligaciones relativas a la realización de la Unión Económica y Monetaria. Contribuye, asimismo, a las funciones consultivas del BCE. En 2011, el Consejo General celebró sus cuatro reuniones trimestrales.

1.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS, CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y COMITÉ DIRECTIVO DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN DEL EUROSISTEMA

Los comités del Eurosistema/SEBC han seguido desempeñando un papel importante asistiendo a los órganos rectores del BCE en el desarrollo de sus funciones. A solicitud tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los comités suele estar restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de

COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DIRECTIVO DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN DEL EUROSISTEMA, COMITÉ DE PRESUPUESTOS, CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y SUS PRESIDENTES ¹⁾	
Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Werner Studener	Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Wolfgang Duchatzek
Comité de Billetes (BANCO) Ton Roos	Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Antonio Sáinz de Vicuña
Comité de Metodología de Costes (COMCO) N.N.	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Francesco Papadia
Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC (ECCO) Elisabeth Ardaillon-Poirier	Comité de Política Monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comité de Estabilidad Financiera (FSC) Mauro Grande	Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (PSSC) Daniela Russo
Comité de Tecnologías de la Información (ITC) Koenraad de Geest	Comité de Gestión de Riesgos (RMC) Carlos Bernadell
Comité de Auditores Internos (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité de Estadísticas (STC) Aurel Schubert
Comité de Presupuestos (BUCOM) José Luis Malo de Molina	Conferencia de Recursos Humanos (HRC) Steven Keuning
Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema (EISC) Benoît Cœuré	

1) A 17 de febrero de 2012

los comités cuando se abordan cuestiones que entran en el ámbito de las competencias del Consejo General. También pueden ser invitados, cuando proceda, otros organismos competentes, como era el caso de las autoridades supervisoras nacionales en el antiguo Comité de Supervisión Bancaria. El 13 de enero de 2011 se creó el Comité de Estabilidad Financiera para asistir al Consejo de Gobierno en el cumplimiento de las tareas del BCE relacionadas con la estabilidad financiera. A 31 de diciembre de 2011, se habían establecido 14 comités del Eurosistema/SEBC en virtud del artículo 9.1 del Reglamento interno del BCE.

Existen otros tres comités. El Comité de Presupuestos, establecido en virtud del artículo 15 del Reglamento interno, presta asistencia al Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE. La Conferencia de Recursos Humanos fue establecida en 2005, en virtud del artículo 9a del Reglamento interno, como foro de intercambio de experiencias, conocimientos e información entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos. El Consejo de Gobierno creó en 2007 el Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema (EISC), con el mandato de guiar la mejora continua en la utilización de tecnologías de la información en el Eurosistema.

1.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende distintos procedimientos de control externo e interno, dos códigos de conducta, un marco ético y normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

PROCEDIMIENTO DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo: concretamente, los auditores externos, nombrados para auditar las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina

la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publica en el sitio web del BCE y en el Diario Oficial de la Unión Europea. Para reforzar las garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, se aplica el principio de rotación de la firma de auditoría². Las buenas prácticas en la selección y el mandato de los auditores externos, publicadas en el sitio web del BCE, constituyen una guía de alto nivel para todos los bancos centrales del Eurosistema en su selección de los auditores externos y la determinación de su mandato. Las buenas prácticas también 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 un planteamiento según el cual cada unidad organizativa (Sección, División, Dirección o Dirección General) es responsable de la gestión de sus propios riesgos, así como de asegurar la eficacia y la eficiencia de sus operaciones. Cada unidad organizativa utiliza un conjunto de procedimientos de control operacional dentro de sus áreas de responsabilidad en función de la política de tolerancia al riesgo que el Comité Ejecutivo establece ex ante.

En 2011, el BCE, junto con los BCN, continuó aplicando el marco de gestión del riesgo operacional al conjunto de actividades y procesos del Eurosistema. Las unidades de negocio del BCE también actualizaron sus valoraciones del riesgo operacional. El BCE siguió verificando y haciendo pruebas periódicamente de los planes de continuidad de negocio de sus procesos críticos. Además, en 2011 el BCE revisó su marco de gestión de crisis y llevó a cabo un programa de formación para el equipo de gestión de crisis. En cooperación con los BCN, el BCE

² Tras la conclusión de un concurso público y siguiendo el principio de rotación de las firmas de auditoría acordado, PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue nombrado auditor externo del BCE para los ejercicios 2008 a 2012.

inició un análisis de impacto en el negocio para determinar el tiempo de reanudación de las funciones del Eurosistema.

El Comité de Gestión de Riesgos (RMC) apoya a los órganos rectores para garantizar el nivel apropiado de protección del Eurosistema mediante la gestión y el control de los riesgos que se derivan de sus operaciones de mercado. En 2011, se debatió en el seno del RMC la valoración de los riesgos relacionados con las operaciones de política monetaria y con la gestión de las reservas exteriores del BCE. También se consideraron los aspectos de riesgo de las distintas opciones existentes para abordar el deterioro de la situación de liquidez de las entidades de crédito en los países que se encuentran sometidos a tensiones, el seguimiento de la solidez financiera de las contrapartidas del Eurosistema y el establecimiento de carteras de referencia estratégicas y de la distribución por divisas de las reservas exteriores del BCE.

En julio de 2011, el BCE transformó la División de Gestión de Riesgos en la Oficina de Gestión de Riesgos, constituyéndola en unidad de negocio independiente. Esta Oficina es responsable del marco de gestión de riesgos de todas las operaciones que realiza el BCE en los mercados financieros, así como de efectuar el seguimiento, evaluar y proponer mejoras en el marco operativo del Eurosistema para las políticas monetaria y cambiaria desde una perspectiva de gestión de riesgos. El cambio organizativo se debió a que el papel de la función de gestión de riesgos cobró una importancia significativa en los bancos centrales en general (y en el BCE en particular). También fue resultado de las recomendaciones formuladas por el Consejo de Gobierno y dirigidas a todos los bancos centrales del Eurosistema en el sentido de que convenía que se establecieran canales de comunicación para los miembros del Consejo responsables de la función de operaciones de mercado separados de los canales utilizados por los miembros responsables de la función de gestión de riesgos. Este desarrollo organizativo se corresponde con las buenas prácticas de gobernanza que abogan por el desarrollo independiente de la función de

gestión de riesgos dentro de las organizaciones financieras.

Con independencia de la estructura de control interno y de los procesos de seguimiento del riesgo existentes en el BCE, la Dirección de Auditoría Interna realiza auditorías bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo. De conformidad con el mandato recogido en el Estatuto de Auditoría del BCE³, los auditores internos del BCE prestan servicios de aseguramiento y de consultoría independientes y objetivos, utilizando un enfoque sistemático para la evaluación y la mejora de la eficacia de los procesos de gestión de riesgos, control y gobierno. Las actividades de auditoría interna del BCE observan las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos.

El Comité de Auditores Internos, uno de los comités del Eurosistema/SEBC, que está integrado por los directores de auditoría interna del BCE y de los BCN, es responsable de coordinar la auditoría de los proyectos y sistemas operativos conjuntos del Eurosistema/SEBC.

El Comité de Auditoría del BCE refuerza el gobierno corporativo de la institución y del Eurosistema en su conjunto. Está compuesto por tres miembros del Consejo de Gobierno, siendo su presidente Erkki Liikanen (gobernador del Suomen Pankki-Finlands Bank).

CÓDIGOS DE CONDUCTA

Existen dos códigos de conducta que son aplicables a los miembros de los órganos rectores del BCE. El primero sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando ejercen sus funciones como miembros de dicho Consejo⁴. Determina su responsabilidad en la

³ Ese Estatuto se ha publicado en el sitio web del BCE para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

⁴ 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 el sitio web del BCE.

salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones. El Consejo de Gobierno ha nombrado un asesor de ética para que aconseje a sus miembros sobre determinados aspectos de la conducta profesional. El segundo código es un Código suplementario de criterios éticos aplicable a los miembros del Comité Ejecutivo⁵, que complementa el otro código de conducta describiendo detalladamente las normas éticas aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo.

El código ético para el personal del BCE⁶ contiene orientaciones y establece prácticas, estándares y criterios de referencia éticos. Se espera de todos los empleados que su comportamiento en el desarrollo de sus funciones, así como en sus relaciones con los BCN, las autoridades públicas, los participantes en el mercado, los medios de comunicación y el público en general, mantenga unos estándares elevados de ética profesional. Un responsable de asuntos éticos nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza la interpretación coherente de las normas aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo y al personal.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adaptaron un Reglamento⁷ 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, órganos u organismos de la UE. El Reglamento OLAF prevé que cada uno de ellos adopte decisiones en virtud de las cuales la Oficina pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión⁸ relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

PROGRAMA INTERNO DEL BCE DE LUCHA CONTRA EL BLANQUEO DE CAPITALES Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO

En 2007, el BCE estableció su programa interno de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Las disposiciones del programa se elaboraron conforme a las 40 recomendaciones y las nueve recomendaciones especiales del Grupo de Acción Financiera (GAFI), en la medida en que eran aplicables a las operaciones del BCE. Una función de cumplimiento se encarga de identificar, analizar y hacer frente a los riesgos relacionados con el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo en todas las actividades pertinentes del BCE. Concretamente, la tarea de garantizar el cumplimiento de las leyes aplicables en esta materia forma parte del proceso de evaluación y supervisión de los criterios de selección de las entidades de contrapartida del BCE. En este contexto, se presta especial atención a las medidas restrictivas adoptadas por la UE y a las declaraciones públicas efectuadas por el GAFI. En septiembre de 2011, se introdujo en la «Documentación General» una disposición por la que se establece que todas las entidades de contrapartida han de conocer y deben cumplir todas las obligaciones que la legislación relativa a la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo les impone⁹.

5 Véanse el Código suplementario de criterios éticos aplicable a los miembros del Comité Ejecutivo, DO C 104, de 23.4.2010, p. 8, y el sitio web del BCE.

6 Véanse el artículo 0 del reglamento del personal del BCE, relativo al código ético, DO C 104, de 23.4.2010, p. 3, y el sitio web del BCE.

7 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.

8 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.

9 *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*, BCE, septiembre de 2011.

Un sistema de información interna complementa el marco de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo del BCE, garantizando que toda la información pertinente sea recopilada de forma sistemática y comunicada debidamente al Comité Ejecutivo.

ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE¹⁰, adoptada en marzo de 2004, es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos de la UE respecto al acceso público a sus documentos. Mejora la transparencia al tiempo que respeta la independencia del BCE y de los BCN, y garantiza la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE¹¹. En 2011, el BCE modificó su Decisión relativa al acceso público a los documentos del BCE para tomar en consideración las nuevas actividades de la institución relacionadas con la JERS¹².

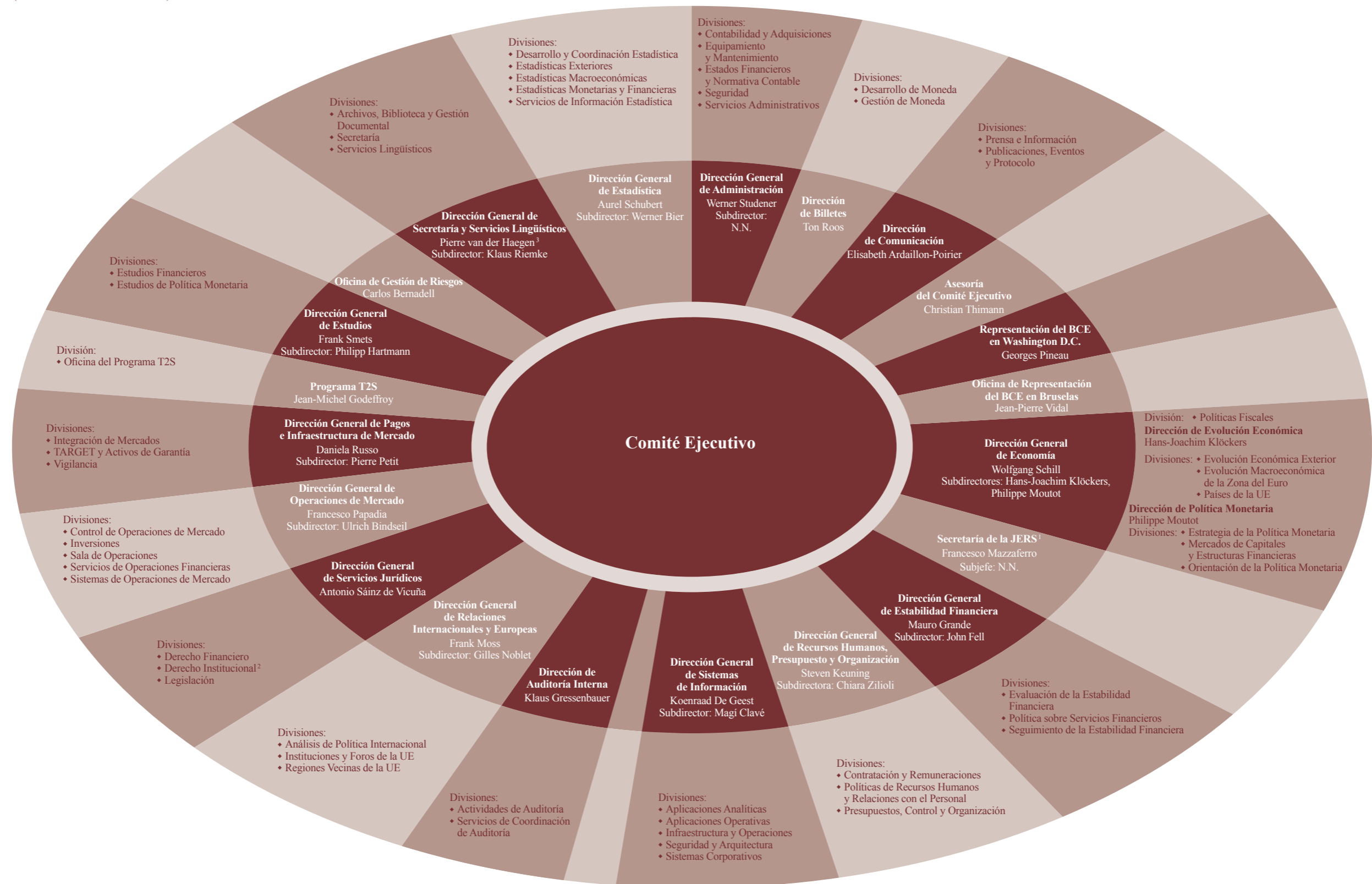
En 2011 el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

10 Decisión BCE/2004/3, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo. DO L 80, de 18.3.2004, p. 42.

11 De conformidad con el compromiso de apertura y transparencia del BCE, puede accederse a la documentación histórica en la sección denominada «Archivo» del sitio web del BCE.

12 Decisión BCE/2011/6, de 9 de mayo de 2011, por la que se modifica la Decisión BCE/2004/3 relativa al acceso público a los documentos del BCE, DO L 158, de 16, 6, 2011, p. 37.

ORGANIGRAMA DEL BCE
(a 31 de diciembre de 2011)



1 Informa al presidente del BCE en su calidad de presidente de la JERS.
2 Incluye la función de protección de datos.
3 Secretario del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General.

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 GESTIÓN DE LOS RECURSOS HUMANOS

En 2011, el BCE continuó con el desarrollo y la implantación de sus políticas de gestión de los recursos humanos en cuatro áreas: cultura de trabajo, contratación, desarrollo profesional y condiciones laborales.

CULTURA DE TRABAJO

En 2011, el BCE centró sus iniciativas relativas a la cultura de trabajo en la diversidad y la ética profesional. Organizó un foro de alto nivel sobre diversidad en marzo de 2011, y mejoró el control periódico de los datos sobre diversidad de género. En lo que se refiere a la ética profesional, los esfuerzos se encaminaron a profundizar en la incorporación del Código Ético del personal en su cultura de trabajo.

CONTRATACIÓN

A 31 de diciembre de 2011, la plantilla del BCE en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa ascendía a 1.609 empleados (en comparación con 1.607 a 31 de diciembre de 2010)¹³. En 2011, el BCE ofreció un total de 55 nuevos contratos temporales (con la posibilidad de que algunos se conviertan en contratos indefinidos), mientras que 38 empleados con contrato temporal o indefinido dejaron la organización por renuncia o por jubilación (frente a 28 en 2010). Asimismo, para cubrir ausencias inferiores a un año, se suscribieron 147 contratos de corta duración (además de algunas prórrogas), mientras que a lo largo del año vencieron 123 contratos de este tipo.

El BCE siguió ofreciendo contratos temporales de corta duración a empleados de los bancos centrales nacionales y de organismos internacionales, fomentando con ello el espíritu de equipo en el SEBC y la cooperación internacional. A 31 de diciembre de 2011, trabajaban en el BCE con diversos cometidos 152 empleados procedentes de los bancos centrales nacionales y de organismos internacionales, un 4% menos que en 2010.

En septiembre de 2011 se incorporó al BCE el sexto grupo de participantes en su programa de

postgrado, destinado a recién licenciados con amplia formación académica procedentes de las principales universidades, que durante dos años desarrollan su actividad sucesivamente en dos unidades de gestión.

Como en años anteriores, a lo largo del año el BCE ofreció becas de formación en prácticas a estudiantes y licenciados con estudios de economía, estadística, administración de empresas, derecho o traducción. A 31 de diciembre de 2011, el BCE contaba con 108 becarios (un 17% más que en 2010). Asimismo, el BCE concedió seis becas en el marco del programa Wim Duisenberg Research Fellowship, en el que pueden participar economistas de prestigio, y cuatro becas para jóvenes investigadores en el contexto de su programa Lamfalussy Fellowship.

DESARROLLO PROFESIONAL

La movilidad y la formación del personal siguieron siendo las principales herramientas para el desarrollo profesional en el BCE. Su política de movilidad interna permite fomentar una mayor conciencia corporativa entre la plantilla e incrementar las sinergias entre las distintas áreas. La política de selección interna del BCE también pretende facilitar la movilidad interna del personal, concediendo especial importancia a las competencias transversales. En 2011, 237 miembros de la plantilla, entre ellos 64 directivos y asesores, cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, bien de forma temporal o permanente.

Al igual que los demás bancos centrales del SEBC, el BCE participa activamente en los programas de movilidad externa promovidos por la Conferencia de Recursos Humanos, que ofrecen a los empleados del BCE la posibilidad de realizar comisiones de servicio en los 27 bancos centrales nacionales de la UE o en organismos internacionales relevantes

¹³ Además de los contratos para puestos de trabajo equivalentes a jornada completa, esta cifra incluye los contratos de corta duración ofrecidos a empleados de los bancos centrales nacionales y de organismos internacionales, así como los contratos ofrecidos a los participantes en el programa de postgrado.

(como el FMI y el BPI), durante períodos que oscilan entre dos y doce meses. En 2011 se acogieron a este programa un total de seis empleados (nuevos casos). Además, el BCE concedió nuevas excedencias de hasta tres años a 27 empleados para que pudieran estudiar o aceptar un empleo en otra organización. El número total de empleados en excedencia a finales de diciembre de 2011 era de 55 (frente a 45 en 2010).

El BCE continuó promoviendo la adquisición y el desarrollo de competencias profesionales de su personal, tanto directivo como no directivo. Además de participar en diversos cursos organizados internamente, los empleados participaron en cursos externos orientados a satisfacer necesidades específicas de carácter más técnico. También aprovecharon las oportunidades formativas ofrecidas por el plan de formación del SEBC y por los bancos centrales nacionales. En 2011, el personal directivo de primer nivel (59 subjefes de división/jefes de sección) participó también en un ejercicio de evaluación estructurado, en el cual sus compañeros (colaboradores y homólogos) y personas ajenas a la institución respondieron a un cuestionario sobre la capacidad de gestión y liderazgo de los directivos. En conjunto, la respuesta fue muy positiva. Dentro de la fase de seguimiento, se analizaron los resultados con el apoyo de orientadores externos y se diseñaron planes de acción individuales con el fin de mejorar el desempeño de los directivos

CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS

En 2011, la Conferencia de Recursos Humanos y su grupo de trabajo sobre Formación y Desarrollo Profesional se ocuparon de distintos aspectos relativos a la gestión de los recursos humanos, incluidas la organización de diversas actividades formativas ofertadas como *ESCB training activities* y la movilidad en el ámbito del SEBC. En abril de 2011 se puso en marcha la Comunidad para la Formación y el Desarrollo Profesional del SEBC, una plataforma electrónica a través de la cual se puede acceder a oportunidades de formación y movilidad en el seno del SEBC y cuyo fin es potenciar la

cooperación entre sus miembros. Para 2012 hay previstos un total de 46 cursos dentro del calendario de actividades formativas en el marco del SEBC, que estarán organizados por 23 bancos centrales, y se ofertarán además tres cursos nuevos.

CONDICIONES LABORALES

Las condiciones laborales del BCE están diseñadas para resultar atractivas y atender tanto a las necesidades de los empleados como a las de la institución. En 2011, el BCE revisó sus disposiciones relativas a permisos e introdujo un permiso parental por nacimiento o adopción de hijo más prolongado, amplió la duración del permiso por adopción y redujo el plazo mínimo para solicitar excedencias por cuidado de hijo/a y otros permisos sin sueldo. Asimismo, se creó un Comité de Prevención de Riesgos Laborales con el fin de involucrar a los representantes del personal en los debates relativos a cuestiones de seguridad e higiene en el BCE.

En cuanto a la jornada laboral, a finales de 2011 193 empleados trabajaban a tiempo parcial, un número ligeramente superior al registrado en 2010. El número total de empleados que disfrutaban de excedencias por cuidado de hijo/a ascendía a 33 a 31 de diciembre de 2011 (frente a 24 en 2010). El proyecto piloto de teletrabajo puesto en marcha en 2008 continuó durante 2011. Se formuló en paralelo una consulta acerca de una nueva política permanente, que entrará en vigor el 1 de febrero de 2012. En 2011, la media mensual de empleados acogidos a esta modalidad de trabajo fue de 309 aproximadamente, y la cifra de empleados que recurrió al teletrabajo al menos en una ocasión durante el año ascendió a 826.

2.2 RELACIONES CON EL PERSONAL Y DIÁLOGO SOCIAL

El BCE reconoce plenamente la importancia de mantener un diálogo constructivo con sus empleados. En 2011, el BCE consultó e intercambió información con los representantes del personal sobre cambios relativos a

remuneración, empleo, condiciones de trabajo, prevención de riesgos laborales y pensiones. A este respecto, se intercambiaron 219 cartas. Asimismo, el BCE siguió manteniendo contactos frecuentes con los citados representantes sobre temas de empleo y otros asuntos sociales.

Las conversaciones con el sindicato reconocido IPSO¹⁴ desembocaron en la firma de un apéndice al Memorandum de Entendimiento de 2008 entre el BCE y dicho sindicato, que incluye diversas disposiciones para mejorar el diálogo social en el BCE.

2.3 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El Diálogo Social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y representantes del personal de los bancos centrales del SEBC y de federaciones europeas de sindicatos¹⁵. Su objetivo es proporcionar información y facilitar el intercambio de puntos de vista sobre cuestiones que podrían tener repercusiones significativas sobre las condiciones laborales en los bancos centrales del SEBC. Esta información se ofrece a través de un boletín semestral y en las reuniones que se celebran en Fráncfort.

En 2011, las reuniones del Diálogo Social del SEBC se centraron en la formación y el desarrollo profesional en el SEBC/Eurosistema, la estabilidad financiera, la gobernanza de los proyectos informáticos y la gestión de riesgos. También se debatieron temas relacionados con la producción y puesta en circulación de billetes, las operaciones de mercado y los sistemas de pago.

El grupo de trabajo ad hoc sobre producción y puesta en circulación de billetes siguió ocupándose de cuestiones técnicas que complementan las que se debaten en la reunión plenaria del Diálogo Social del SEBC. El grupo de trabajo sobre el Diálogo Social del SEBC se reunió en marzo y en noviembre de 2011 y, entre otros asuntos, identificó los puntos que se podrían incluir en la agenda de las reuniones del Diálogo Social del SEBC.

2.4 OFICINA DE COORDINACIÓN DE ADQUISICIONES DEL EUROSISTEMA

El objetivo de la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema (EPCO, en sus siglas en inglés) es garantizar la coordinación eficiente de las adquisiciones conjuntas de bienes y servicios por parte de aquellos bancos centrales del SEBC que se han comprometido a participar en las actividades de la EPCO durante su primer mandato (2008-2012)¹⁶, así como perfeccionar las buenas prácticas en materia de adquisiciones de estos bancos centrales. La red de expertos en adquisiciones de los bancos centrales, que coordina la EPCO, se reunió en seis ocasiones a lo largo de 2011.

En 2011 se puso en marcha el tercer plan de adquisiciones conjuntas de la EPCO. Se renovaron los procedimientos conjuntos relativos al transporte aéreo para las reuniones del SEBC y a los acuerdos globales de reservas hoteleras y concluyeron las adquisiciones conjuntas de servicios de consultoría informática. Además, se logró avanzar en la conclusión de otras ocho adquisiciones conjuntas (en las áreas de datos de mercado, calificaciones crediticias y tecnologías de la información). En 2011, la EPCO también prestó su apoyo a los bancos centrales del Eurosistema que lideran dos proyectos del SEBC, en lo que se refiere a las adquisiciones relacionadas con estos proyectos: el centro único de determinación de precios para el Eurosistema (CEPH, en sus siglas en inglés) y TARGET2-Securities.

14 IPSO es el acrónimo de International and European Public Services Organisation.

15 Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) y European Federation of Public Service Unions (EPSU).

16 En 2011, los participantes en las actividades de la EPCO participaron fueron, además de los bancos centrales del Eurosistema, los bancos centrales de Hungría (Magyar Nemzeti Bank), Polonia (Narodowy Bank Polski) y Rumanía (Banca Națională a României).

2.5 NUEVA SEDE DEL BCE

En 2011, las obras de construcción de los distintos elementos de la nueva sede del BCE avanzaron de forma perceptible, pudiéndose observar la estructura del rascacielos por encima del nivel del suelo a partir de febrero. Asimismo, finalizaron los trabajos de hormigonado de la losa de cimentación del Grossmarkthalle (el antiguo mercado mayorista) y las obras estructurales del nuevo sótano y de la nueva planta baja del mercado. También se acometieron las obras estructurales necesarias para que las distintas áreas queden integradas en el espacio del antiguo mercado conforme al sistema de «una casa dentro de otra casa», y continuaron las obras de restauración del tejado y de la fachada de celosía de hormigón. Las obras de restauración de la fachada del edificio del ala oeste se iniciaron en primavera, mientras que las de la fachada del edificio del ala este terminaron en otoño. A finales de verano comenzaron a instalarse los nuevos cristales de las ventanas en los marcos de acero originales, ya restaurados, de la escalera norte. Las obras estructurales del aparcamiento subterráneo para empleados finalizaron en verano, mientras que las principales obras estructurales del centro logístico concluyeron en otoño. Las obras de los dos controles de entrada también avanzaron. La estructura de acero del nuevo edificio de entrada que conectará el antiguo mercado con el rascacielos empezó a construirse a finales de 2011.

El contrato del resto de las obras estructurales que se han de acometer en el rascacielos se adjudicó a Ed. Züblin AG en febrero de 2011. En otoño, estas obras avanzaban a un ritmo de una planta a la semana, y a finales de año se alcanzó la planta 21 en ambas torres. En noviembre de 2011 se instalaron los primeros grandes armazones de acero del atrio que une las dos partes de la torre de oficinas.

Los contratos para el resto de los trabajos de construcción, que representan aproximadamente el 20% de los costes de construcción, se sacaron a concurso público en verano de 2010, y corresponden, principalmente, a las

obras de equipamiento y paisajismo. Los distintos contratos se adjudicaron entre mayo y diciembre de 2011. Este concurso se adecuaba al presupuesto y a los plazos previstos, al igual que los anteriores. La fecha de finalización de la nueva sede no se ha modificado y está prevista para finales de 2013. El BCE se trasladará a dicha sede en 2014.

2.6 ASPECTOS MEDIOAMBIENTALES

El BCE aspira a hacer un uso prudente de los recursos naturales para preservar la calidad del medio ambiente y proteger la salud. En este sentido, ha establecido una política medioambiental y está comprometido con la mejora continua de su actuación medioambiental con el fin de minimizar su impacto ambiental. Para impulsar de forma sistemática la sostenibilidad medioambiental, el BCE ha adoptado un Sistema de Gestión Medioambiental que cumple con la norma internacional EN ISO 14001 y con el Reglamento (CE) nº 1221/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a la participación voluntaria de organizaciones en un sistema comunitario de gestión y auditoría medioambientales. En 2011, el Sistema de Gestión Medioambiental del BCE superó con éxito su primera auditoría de cumplimiento. De la comparación de los datos de 2009 y 2010 se desprende que, en este período, se consiguió una reducción adicional del 7,8% en las emisiones de carbono. Dado que estas emisiones proceden principalmente de la producción de electricidad y de los sistemas de calefacción y refrigeración, el BCE pasó a utilizar electricidad generada en su totalidad a partir de fuentes de energía renovables locales (hidroelectricidad producida en el río Meno), y se iniciaron mejoras en la infraestructura técnica de sus oficinas principales. Entre 2008 y finales de 2011, las emisiones de carbono del BCE se redujeron alrededor de una tercera parte.

Asimismo, siguieron introduciéndose medidas en el marco del programa medioambiental implantado por el BCE, con el objetivo de mejorar de forma continua su comportamiento

medioambiental. En este sentido, se elaboró una guía de adquisiciones sostenibles y se inició una fase piloto con vistas a su aplicación. En octubre de 2011 se celebró un «día verde» para informar a los empleados sobre la política del BCE y fomentar su participación activa. Se está prestando especial atención a la incorporación de características de sostenibilidad punteras en los planes de gestión y mantenimiento de la nueva sede del BCE.

2.7 GESTIÓN DE LOS SERVICIOS DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN

La cartera de proyectos de la Dirección General de Sistemas de Información se centró en completar las soluciones técnicas necesarias para dar soporte a las actividades de la Secretaría de la JERS y en realizar modificaciones urgentes en distintos sistemas informáticos para contribuir a la ejecución de las decisiones adoptadas como consecuencia de la crisis financiera. Se emprendieron trabajos adicionales para mejorar el apoyo a la gestión de las reservas exteriores, los fondos propios, las operaciones de política monetaria y la gestión de los activos de garantía del BCE.

También prosiguieron las labores para reforzar el soporte y el mantenimiento de las aplicaciones estadísticas y de las aplicaciones de apoyo a los procesos de la institución y a la gestión documental. Al mismo tiempo, el BCE invirtió recursos en afianzar la seguridad operativa y colaboró con otros bancos centrales en el suministro o mantenimiento de aplicaciones de negocio.

Por último, los procesos internos fueron revisados por auditores externos, confirmándose las certificaciones ISO 9001:2008 y ISO/IEC 20000. Actualmente se encuentra en marcha el proceso de certificación ISO/IEC 27001.



Una vez acabada, la nueva sede del BCE realzará el perfil de Fráncfort.

Las últimas plantas del rascacielos se terminarán en 2012, y la ceremonia de remate tendrá lugar en el segundo semestre del año. Proseguirán además las labores de la fachada y la instalación de la infraestructura técnica. La fachada, energéticamente eficiente, tiene un acabado gris no reflectante, con un brillo verde claro escogido para que combine con el entorno. La instalación de la infraestructura técnica comprende la de los sistemas de calefacción, refrigeración y electricidad, a la que seguirán los trabajos de equipamiento interior.

CUENTAS ANUALES DEL BCE

INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2011

1 NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en 2011 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

2 OBJETIVOS Y FUNCIONES

Los objetivos y las funciones del BCE se describen en los Estatutos del SEBC (artículos 2 y 3). El prólogo del presidente al Informe Anual incluye una visión general de los objetivos logrados.

3 PRINCIPALES RECURSOS, RIESGOS Y PROCESOS

GOBIERNO DEL BCE

Los órganos rectores del BCE son el Comité Ejecutivo, el Consejo de Gobierno y el Consejo General.

El marco de gobierno del BCE comprende una serie de controles internos y externos. En cuanto a los externos, el Tribunal de Cuentas Europeo examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE, mientras que un auditor externo audita las cuentas anuales del BCE. Para velar por la independencia del auditor externo, el BCE nombra cada cinco años a una empresa externa de auditoría distinta.

Dentro de la estructura de control interno del BCE, cada unidad organizativa es responsable de la gestión de sus propios riesgos y de la aplicación de sus propios controles, así como de la eficacia y eficiencia de sus operaciones. Además, la Dirección de Auditoría Interna realiza auditorías independientes bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo. En 2007, el Consejo de Gobierno creó el Comité de Auditoría del BCE con el objetivo de reforzar el gobierno corporativo del BCE. El Comité de Auditoría asiste al Consejo de Gobierno en sus funciones relativas a la integridad de la información financiera, la vigilancia de los controles internos

y el desempeño de las funciones de auditoría del BCE y del Eurosistema.

En julio de 2011, a fin de reflejar el notable aumento del peso de la función de gestión de riesgos, y conforme a las mejores prácticas observadas, el BCE reorganizó su División de Gestión de Riesgos transformándola en una unidad independiente: la Oficina de Gestión de Riesgos, responsable del marco de gestión de riesgos aplicable a todas las operaciones del BCE en los mercados financieros y de vigilar y evaluar el marco operativo de la política monetaria y cambiaria del Eurosistema, y proponer mejoras de dicho marco, desde la perspectiva de la gestión de riesgos.

Un código ético general para los miembros del personal del BCE, actualizado periódicamente, ofrece orientación y establece principios deontológicos y criterios de referencia. Se espera de todo el personal que mantenga elevados niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones en la institución, así como en las relaciones con los BCN, las autoridades públicas, los participantes en los mercados, los representantes de los medios de comunicación y el público en general. Existen además dos códigos de conducta aplicables exclusivamente a los miembros de los órganos rectores del BCE. Un responsable de asuntos éticos nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza la interpretación coherente de las normas aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo y al personal. El Consejo de Gobierno ha nombrado un asesor de ética que aconseja a sus miembros sobre determinados aspectos de la conducta profesional.

En la sección 1 del capítulo 7 del Informe Anual puede encontrarse más información relacionada con el gobierno del BCE.

MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO

El Consejo Europeo, por recomendación del Consejo de la UE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno, designa a los miembros del Comité Ejecutivo

de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios.

El Consejo de Gobierno determina las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo de la UE.

Los emolumentos de los miembros del Comité Ejecutivo se recogen en la nota 30, «Gastos de personal», de las cuentas anuales.

EMPLEADOS

El BCE es plenamente consciente de la importancia de mantener un diálogo constructivo con sus empleados. En 2011 el BCE continuó desarrollando y aplicando sus políticas de gestión de recursos humanos en cuatro áreas: cultura del trabajo, contratación de personal, desarrollo profesional y condiciones laborales. El desarrollo de la cultura del trabajo siguió centrándose en la diversidad y en la ética profesional. El BCE organizó un foro de alto nivel sobre diversidad en marzo de 2011 y reforzó la vigilancia periódica de los datos sobre diversidad de género.

Las medidas de movilidad y desarrollo del personal siguieron siendo los principales instrumentos de desarrollo profesional. Además, el BCE siguió apoyando a los empleados en el cuidado de sus hijos y en la conciliación de la vida laboral y familiar.

La cifra media de empleados del BCE¹ (el equivalente a tiempo completo) con contrato aumentó de 1.565 en 2010 a 1.601 en 2011. Al final de 2011, había 1.609 empleados. Se puede encontrar más información al respecto en la nota 30, «Gastos de personal», de las cuentas anuales, y en la sección 2 del capítulo 7 del Informe Anual, que detalla la evolución de la gestión de los recursos humanos.

PRÁCTICAS DE GESTIÓN DE RIESGOS EN RELACIÓN CON LAS CARTERAS DE INVERSIÓN Y DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

El BCE mantiene dos tipos de cartera de inversión: la cartera de reservas exteriores y la cartera de recursos propios. El BCE mantiene además ciertos valores a efectos de la política monetaria, adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores y de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados. Los diversos fines y objetivos de las carteras de inversión y de política monetaria del BCE, así como las prácticas de gestión de riesgos con ellas relacionadas, se detallan en la sección 1 del capítulo 2 del Informe Anual.

El BCE está expuesto a riesgos financieros derivados de sus carteras de inversión y sus tenencias de valores adquiridos a efectos de la política monetaria. Se trata de riesgos de crédito, mercado y liquidez. El BCE vigila estrechamente y mide estos riesgos de forma continuada y, en su caso, los mitiga mediante la implantación de marcos de gestión de riesgos. Estos marcos tienen en cuenta los fines y objetivos de las diversas carteras de valores, así como las preferencias de riesgo especificadas por los órganos rectores del BCE, e incluyen criterios de admisibilidad y un sistema de límites a la exposición.

PROCEDIMIENTO PRESUPUESTARIO

Todo gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado periódicamente por el Comité Ejecutivo, con el asesoramiento de la función de control interno del BCE, y por el Consejo de Gobierno, asistido por el Comité de Presupuestos. Compuesto por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro, el Comité de Presupuestos es esencial en el proceso de

¹ Se excluyen los empleados con permisos no retribuidos, y se incluyen los empleados con contratos indefinidos o temporales y los participantes en el programa de postgrado del BCE, así como los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.

gobierno financiero del BCE. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno del BCE, el Comité de Presupuestos asiste al Consejo de Gobierno llevando a cabo una evaluación detallada de las propuestas de presupuesto anual del BCE y de las solicitudes de financiación presupuestaria suplementaria del Comité Ejecutivo previa a su presentación al Consejo de Gobierno para su aprobación.

4 RECURSOS FINANCIEROS

CAPITAL

En diciembre de 2010 el BCE decidió ampliar su capital suscrito en 5.000 millones de euros, pasando de 5.800 millones de euros a 10.800 millones de euros. Esta decisión respondió a una evaluación de la adecuación del capital estatutario llevada a cabo en 2009. La ampliación del capital se consideró apropiada en vista de la mayor volatilidad de los tipos de cambio, de los tipos de interés y de los precios del oro, y también en vista de la exposición del BCE al riesgo de crédito. Con el fin de facilitar la transferencia de capital al BCE, el Consejo de Gobierno decidió que los BCN de la zona del euro debían desembolsar el importe adicional de su participación en el capital en tres plazos anuales iguales exigibles en diciembre de 2010, 2011 y 2012.

Como consecuencia de la adopción de la moneda única por Estonia el 1 de enero de 2011, el Eesti Pank desembolsó un importe de 13 millones de euros con efectos a partir de esa fecha. Dicho importe incluyó el primer plazo de la contribución del Eesti Pank a la ampliación del capital suscrito del BCE al final de diciembre de 2010.

El 28 de diciembre de 2011 los BCN de la zona del euro, incluido el Eesti Pank, pagaron un importe de 1.166 millones de euros como segundo plazo de su contribución a la ampliación del capital suscrito del BCE.

Como resultado de los pagos referidos de 2011, el capital desembolsado del BCE ascendía

a 6.484 millones de euros el 31 de diciembre de 2011. Se puede encontrar información detallada sobre estas modificaciones en la nota 17, «Capital y reservas», de las cuentas anuales.

PROVISIÓN FRENTE A LOS RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS, DE CRÉDITO Y DE PRECIO DEL ORO

Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés. El grado de exposición al riesgo procede, principalmente, de las tenencias de oro y activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses y yenes, que se invierten en su mayor parte en instrumentos que generan intereses.

En 2005, teniendo en cuenta la elevada exposición del BCE a estos riesgos y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno decidió constituir una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. En 2009, a raíz del establecimiento del programa de adquisiciones de bonos garantizados (véase la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», de las cuentas anuales), el Consejo de Gobierno decidió ampliar el ámbito de la provisión frente a riesgos para cubrir también el riesgo de crédito.

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. La provisión frente a riesgos, 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 2010, la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, tipo de interés, crédito y precio del oro ascendía a 5.184 millones de euros. De conformidad con el artículo 48.2 de los Estatutos del SEBC, el Eesti Pank contribuyó con un importe de 13 millones de euros a esta provisión con efectos a partir del 1 de enero de 2011. Además, una vez considerados los resultados de su evaluación de riesgos, el Consejo de Gobierno decidió aumentar la provisión frente a riesgos a 6.363 millones de euros a 31 de diciembre de 2011, cifra que constituye el límite máximo actualmente permitido.

5 RESULTADOS FINANCIEROS

CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Dichas cuentas son aprobadas posteriormente por el Consejo de Gobierno y después publicadas.

RESULTADOS FINANCIEROS DE 2011

En 2011, los ingresos netos del BCE previos a la transferencia de 1.166 millones de euros a la provisión frente a riesgos fueron de 1.894 millones de euros, frente a los 1.334 millones de euros de 2010. El beneficio neto, una vez realizada dicha transferencia, ascendió a 728 millones de euros, que fueron distribuidos a los BCN de la zona del euro.

En 2011, los ingresos netos por intereses ascendieron a 1.999 millones de euros, frente a 1.422 millones de euros en 2010. El aumento de los ingresos netos por intereses se debió principalmente a los ingresos adicionales generados por los valores adquiridos en el

marco del Programa para los Mercados de Valores y al incremento de los ingresos por intereses generados por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación como resultado del tipo medio más elevado utilizado por el Eurosistema en las subastas de sus operaciones principales de financiación de 2011.

Las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras descendieron ligeramente de 474 millones de euros en 2010 a 472 millones de euros en 2011. El incremento de las ganancias netas por tipo de cambio procedentes de las ventas de divisas, debido principalmente a las ventas de yenes en el marco de la participación del BCE en la intervención internacional concertada en los mercados de divisas de marzo de 2011, se compensó con el descenso de las ganancias netas realizadas por precio de la venta de valores.

En 2011 se registraron minusvalías por un importe de 157 millones de euros, frente a 195 millones de euros en 2010, debidas fundamentalmente a pérdidas no realizadas por precio de los valores, que figuran en el balance con su valor de mercado al final de 2011.

Al final de 2010, las ganancias no realizadas por tipo de cambio, generadas principalmente por las carteras de divisas en dólares estadounidenses y yenes, ascendieron a 6.271 millones de euros, mientras que las ganancias no realizadas por precio del oro fueron de 13.079 millones de euros. En 2011, la depreciación del euro frente al yen y al dólar estadounidense se tradujo en un aumento de las ganancias no realizadas por tipo de cambio, que ascendieron a 7.976 millones de euros, al tiempo que se registraron ganancias no realizadas por el precio del oro por un importe de 15.718 millones de euros debido al alza del precio de dicho metal en 2011. De conformidad con los principios contables del Eurosistema, estas ganancias se registraron en cuentas de revalorización.

No se registraron pérdidas por deterioro a final del ejercicio. En cuanto a las tenencias del BCE

de deuda pública griega adquirida en el marco del Programa para los Mercados de Valores, no se esperaba que la iniciativa de participación del sector privado anunciada en 2011 se tradujese en modificaciones de futuros flujos de efectivo contractuales asociados con esas tenencias, pues la iniciativa se diseñó para la reestructuración voluntaria de la deuda mantenida por el sector privado.

Los gastos de administración del BCE, incluida la amortización, aumentaron de 415 millones de euros en 2010 a 442 millones de euros en 2011. La inmensa mayoría de los gastos relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE se han capitalizado y excluido de esta partida.

BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2011

ACTIVO	NOTA NÚMERO	2011 €	2010 €
Oro y derechos en oro	1	19.643.678.205	17.015.600.109
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI	2.1	664.189.254	414.722.811
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	2.2	40.763.380.487	39.298.995.950
		41.427.569.741	39.713.718.761
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2.2	4.827.713.607	4.326.557.549
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	3.1	1.456.000.000	1.800.000.000
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	204.931.400	33.368.000
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	5		
Valores mantenidos a efectos de la política monetaria	5.1	22.819.128.768	17.925.976.508
Cuentas Intra-Eurosistema	6		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema	6.1	71.090.081.710	67.176.191.390
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	6.2	49.393.103.654	0
		120.483.185.364	67.176.191.390
Otros activos	7		
Inmovilizado material e inmaterial	7.1	441.349.493	281.925.625
Otros activos financieros	7.2	16.040.825.454	13.249.960.731
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	7.3	264.245.011	147.260.366
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	7.4	1.861.875.764	1.319.491.653
Diversos	7.5	1.400.781.867	532.963.278
		20.009.077.589	15.531.601.653
Activos totales		230.871.284.674	163.523.013.970

PASIVOS	NOTA NÚMERO	2011 €	2010 €
Billetes en circulación	8	71.090.081.710	67.176.191.390
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	9	204.926.300	33.363.000
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	10		
Otros pasivos	10.1	1.056.000.000	1.072.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	11	77.116.620.293	1.201.602.021
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12		
Depósitos y otros pasivos	12.1	406.665.121	478.028.926
Pasivos intra-Eurosistema	13		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera	13.1	40.307.572.893	40.204.457.215
Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	6.2	0	21.225.255.926
		40.307.572.893	61.429.713.141
Otros pasivos	14		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	14.1	869.160.478	568.235.002
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	14.2	1.251.205.972	749.630.881
Diversos	14.3	623.759.817	494.466.366
		2.744.126.267	1.812.332.249
Provisiones	15	6.407.941.415	5.216.716.613
Cuentas de revalorización	16	24.324.930.772	19.626.699.159
Capital y reservas	17		
Capital	17.1	6.484.283.669	5.305.536.076
Beneficio del ejercicio		728.136.234	170.831.395
Pasivos totales		230.871.284.674	163.523.013.970

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO QUE FINALIZÓ EL 31 DE DICIEMBRE DE 2011

	NOTA NÚMERO	2011 €	2010 €
Ingresos netos por intereses de los activos de reserva	24.1	290.220.291	366.179.478
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	24.2	856.392.005	653.509.659
Otros ingresos por intereses	24.4	8.331.260.026	4.796.498.245
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>9.477.872.322</i>	<i>5.816.187.382</i>
Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas	24.3	(433.970.898)	(346.484.251)
Otros gastos por intereses	24.4	(7.044.498.398)	(4.047.227.079)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(7.478.469.296)</i>	<i>(4.393.711.330)</i>
Ingresos netos por intereses	24	1.999.403.026	1.422.476.052
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	25	472.219.229	474.313.327
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	26	(157.457.283)	(195.213.437)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro		(1.166.175.000)	(1.163.191.667)
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		(851.413.054)	(884.091.777)
Gastos netos por honorarios y comisiones	27	(1.980.780)	(1.409.017)
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	28	1.048.891	2.612.858
Otros ingresos	29	23.122.157	46.537.026
Total ingresos netos		1.170.180.240	586.125.142
Gastos de personal	30	(216.065.185)	(196.470.934)
Gastos de administración	31	(208.017.979)	(196.636.534)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(11.488.672)	(13.601.111)
Gastos de producción de billetes	32	(6.472.170)	(8.585.168)
Beneficio del ejercicio		728.136.234	170.831.395

Fráncfort del Meno, 28 de febrero de 2012

BANCO CENTRAL EUROPEO

Mario Draghi
Presidente

NORMATIVA CONTABLE¹

FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del BCE se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables² que se detallan a continuación, y que el Consejo de Gobierno del BCE considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

PRINCIPIOS CONTABLES

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, empresa en funcionamiento, devengo, consistencia y comparabilidad.

RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos o pasivos solo se reflejan en el balance cuando sea probable que se produzca un resultado económico futuro derivado de los mismos para o por el BCE y la casi totalidad de los riesgos o beneficios asociados se haya transferido al BCE y el coste o valor del activo o el importe de la obligación pueda determinarse de forma fidedigna.

CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables (distintos de los clasificados como mantenidos hasta su vencimiento), del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones de dentro y fuera del balance denominados en moneda extranjera. Las operaciones con activos y pasivos financieros se contabilizan el día en que se liquidaron.

A excepción de los valores, las operaciones con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se registran en la fecha de contratación en cuentas fuera del balance.

En la fecha de liquidación, los asientos en las cuentas fuera del balance se cancelan y se registran en el balance. Las compras y ventas de divisas afectan a la posición neta en moneda extranjera en la fecha de contratación y los resultados realizados derivados de las ventas se calculan en dicha fecha. Los intereses devengados, las primas y los descuentos relacionados con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se calculan y registran diariamente y, por lo tanto, inciden en la posición en moneda extranjera también de forma diaria.

ORO Y ACTIVOS Y PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a euros al tipo de cambio existente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha en que se registran. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera del balance, se realiza divisa a divisa.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada a la correspondiente al tipo de cambio.

El oro se valora al precio de mercado vigente al final del ejercicio, y no se hace distinción entre las diferencias por precio y por tipo de cambio, registrándose en una sola cuenta la diferencia de valoración, basada en el precio en euros de la onza de oro que, para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2011, se deriva del cambio

- 1 La Decisión BCE/2006/17 de 10 de noviembre de 2006, DO L 348, de 11.12.2006, p. 38, según texto modificado, que detalla la normativa contable del BCE, ha sido derogada y sustituida por la Decisión BCE/2010/21 de 11 de noviembre de 2010, DO L 35, 9.2.2011, p. 1, con efectos a partir del 31 de diciembre de 2010.
- 2 Estos principios son coherentes con lo previsto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

del euro frente al dólar estadounidense vigente a 30 de diciembre de 2011.

Los derechos especiales de giro (DEG) se definen en términos de una cesta de divisas. Para revaluar las tenencias de DEG del BCE, el valor de los mismos se calculó como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen) frente al euro a 30 de diciembre de 2011.

VALORES

Los valores negociables (distintos de los clasificados como mantenidos hasta su vencimiento) y activos similares se valoran de forma individualizada al precio medio de mercado vigente en la fecha del balance o aplicando la curva de rendimientos vigente en esa misma fecha. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2011, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2011.

Los valores negociables clasificados como mantenidos hasta su vencimiento y las acciones no líquidas se valoran por el coste minorado por las pérdidas por deterioro.

RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan o en el que se incurren. Las pérdidas y ganancias realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la cuenta de pérdidas y ganancias si al final de año superan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan

con ganancias no realizadas en otro valor, moneda u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento llevadas a la cuenta de pérdidas y ganancias, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado o al tipo de cambio de fin de año.

Las pérdidas por deterioro se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias y no revierten en ejercicios posteriores a menos que el deterioro se reduzca y que la reducción esté relacionada con un acontecimiento observable que se produzca después de que el deterioro fuese registrado.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores adquiridos, incluidos aquellos clasificados como mantenidos hasta su vencimiento, se calculan y presentan como parte de los ingresos por intereses y se amortizan a lo largo de la vida residual de los valores.

OPERACIONES TEMPORALES

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

A través de las adquisiciones temporales se compran valores al contado con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las adquisiciones temporales de valores se registran como préstamos con garantía en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias

de valores del BCE y generan ingresos por intereses en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores solo se registran en el balance cuando la garantía consiste en el depósito de efectivo en una cuenta del BCE. En 2011, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo en relación con tales operaciones.

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas y otros instrumentos que conllevan operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

La valoración de los instrumentos sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las modificaciones diarias del margen de variación de los contratos de futuros sobre tipos de interés vivos quedan registradas en la cuenta de pérdidas y ganancias. La valoración de operaciones a plazo con valores y de *swaps* de tipos de interés se realiza de acuerdo con métodos de valoración generalmente aceptados que utilizan precios y tipos de mercado observables y factores de descuento desde las fechas de liquidación hasta la fecha de valoración.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

Los activos y pasivos se ajustan, en principio, para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Los acontecimientos importantes posteriores al cierre del balance que no afectan a la situación de los activos y pasivos en la fecha del balance se presentan en las notas.

SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA

Los saldos intra-SEBC resultan de pagos transfronterizos en la UE que se liquidan en euros en cuentas de los bancos centrales. Estas operaciones se inician en su mayor parte por entidades privadas (es decir, entidades de crédito, empresas e individuos). Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET2, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase el capítulo 2 del Informe Anual), y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales de la UE conectados a TARGET2. Estos saldos bilaterales se compensan y después 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 BCN frente al resto del SEBC. Los saldos intra-Eurosistema de los BCN de la zona del euro frente al BCE procedentes de operaciones de TARGET2, así como otros saldos intra-Eurosistema denominados en euros (por ejemplo, la distribución provisional de beneficios a los BCN), se presentan en el balance del BCE por su posición neta y figuran en «Otros activos intra-Eurosistema (neto)» u «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)». Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro frente al BCE, derivados de su participación en TARGET2³, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo

³ A 31 de diciembre de 2011, los BCN no pertenecientes a la zona del euro que participaban en TARGET2 eran los siguientes: Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski y Banca Națională a României.

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-Eurosistema derivados de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE por los BCN que se incorporan al Eurosistema están denominados en euros y figuran en el apartado «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera».

TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos, excepto terrenos y obras de arte, se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos y las obras de arte se valoran por su precio de adquisición. La amortización se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su adquisición y continuando en el período durante el que se espera utilizar el activo. En concreto:

Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	4 años
Equipo técnico	4 o 10 años
Mobiliario e instalaciones	10 años
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

La duración del período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas en alquiler que actualmente ocupa el BCE, se ha ajustado a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado íntegramente antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

Los costes relativos a la nueva sede del BCE se recogen en la rúbrica «Inmovilizado en curso» si cumplen los criterios de capitalización, y se transferirán a las rúbricas de activos fijos correspondientes una vez dichos activos puedan utilizarse. Con respecto a la amortización de la nueva sede del BCE, los costes se asignarán a los componentes oportunos y se amortizarán de acuerdo con las estimaciones de vida útil de los activos.

PLAN DE PENSIONES, PRESTACIONES POST-EMPLEO Y OTRAS PRESTACIONES A LARGO PLAZO DEL BCE

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados.

Las contribuciones obligatorias del BCE y de los miembros del personal son, respectivamente, el 18% y el 6% del salario base. Los miembros del personal pueden realizar aportaciones adicionales voluntarias en un sistema de aportación definida, con el fin de mejorar la prestación⁴.

BALANCE

El pasivo que se refleja en el balance respecto al plan de prestación definida es el siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas a la fecha del balance, *menos* el valor razonable de los activos afectos al plan destinados a financiar la obligación, ajustados por las pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas.

Las obligaciones por prestaciones definidas se calculan con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de la obligación por prestación definida se calcula descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando un tipo de interés que se determina con referencia a los rendimientos de mercado a fecha de balance de valores de renta fija de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo de las obligaciones por pensiones de que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente), y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

⁴ Cada empleado puede hacer uso de los fondos acumulados mediante las aportaciones voluntarias para adquirir una pensión suplementaria, que se incluiría en las obligaciones por prestación definida a partir de ese momento.

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 mantenidos frente a las obligaciones por prestaciones definidas;
- (d) cualquier pérdida o ganancia actuarial derivada de prestaciones post-empleo, utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%»; y
- (e) cualquier pérdida o ganancia actuarial derivada de otras prestaciones a largo plazo, íntegramente.

Sistema de «banda de fluctuación del 10%»

Las pérdidas y ganancias actuariales netas no reconocidas derivadas de prestaciones post-empleo que excedan lo que sea más elevado de: a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al plan mantenidos frente a las obligaciones por prestaciones definidas, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese plan.

Prestaciones no financiadas a través de un fondo

Existen prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo para los miembros del Comité Ejecutivo del BCE no financiadas a través de un fondo. Para el personal del BCE existen prestaciones post-empleo distintas de las pensiones y otras prestaciones a largo plazo no financiadas a través de un fondo. Los costes estimados de estas prestaciones se devengan de acuerdo con las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo y de los empleados utilizando un método contable similar al de los planes de pensiones de prestaciones

definidas. Las pérdidas y ganancias actuariales se reflejarán de la forma descrita en la rúbrica «Cuenta de pérdidas y ganancias».

Estas cantidades se valoran con carácter anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

BILLETES EN CIRCULACIÓN

El BCE y los BCN de los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros⁵. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna el último día hábil de cada mes de acuerdo con la clave de asignación de billetes⁶.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8% del valor total de los billetes en euros en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de billetes en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses⁷, se presentan en la subpartida «Cuentas Intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «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».

DISTRIBUCIÓN PROVISIONAL DE BENEFICIOS

Los ingresos del BCE procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos en el marco del programa para los

5 Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (refundición), DO L 35, de 9.2.2011, p. 26.

6 «Clave de asignación de billetes» son los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

7 Decisión BCE/2010/23, de 25 de noviembre de 2010, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (refundición), DO L 35 de 9.2.2011, p. 17, según el texto modificado.

mercados de valores se asignan a los BCN de la zona del euro en el ejercicio en el que se devengan, y el BCE los distribuye en enero del año siguiente mediante una distribución provisional de beneficios⁸. Estos ingresos se distribuyen en su totalidad, a menos que el beneficio neto del BCE en el ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación y por los valores adquiridos conforme al programa para los mercados de valores, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. Asimismo, es posible que el Consejo de Gobierno decida reducir los ingresos procedentes de los billetes en euros en circulación en razón de los gastos soportados por el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

OTRAS CUESTIONES

Teniendo en cuenta la posición del BCE como banco central, el Comité Ejecutivo considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el Artículo 27 de los Estatutos del SEBC, y teniendo en cuenta la Recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la Unión Europea aprobó el nombramiento de PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero del 2012.

8 Decisión BCE/2010/24, de 25 de noviembre de 2010, sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores (refundición), DO L 6 de 11.1.2011, p. 35.

NOTAS AL BALANCE

I ORO Y DERECHOS EN ORO

A 31 de diciembre de 2011, las tenencias del BCE ascendían a 16.142.871 onzas⁹ de oro fino (16.122.143 onzas en 2010). Este incremento se debió principalmente a la transferencia realizada por Eesti Pank al BCE de 20.728 onzas de oro fino¹⁰ a raíz de la adopción del euro por Estonia, de acuerdo con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC. Además, se observaron pequeñas diferencias en el peso resultantes de un programa de sustitución que el BCE inició en 2010. No obstante, el incremento del valor equivalente en euros de las tenencias del BCE de oro fino se debió principalmente al significativo aumento del precio del oro en 2011 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable y la nota 16 «Cuentas de revalorización»).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES Y RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

2.1 ACTIVOS FRENTE AL FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en DEG a 31 de diciembre de 2011, que se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

2.2 DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES, PRÉSTAMOS AL EXTERIOR Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES; ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estas dos rúbricas incluyen depósitos en bancos y préstamos denominados en moneda extranjera, e inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes.

<i>Activos frente a no residentes en la zona del euro</i>	2011 €	2010 €	Variación €
Cuentas corrientes	967.861.820	1.415.134.235	(447.272.415)
Depósitos a corto plazo	598.657.080	881.467.443	(282.810.363)
Adquisiciones temporales	623.065.152	54.632.540	568.432.612
Inversiones en valores	38.573.796.435	36.947.761.732	1.626.034.703
Total	40.763.380.487	39.298.995.950	1.464.384.537

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2011 €	2010 €	Variación €
Cuentas corrientes	1.439.838	3.522.840	(2.083.002)
Depósitos a corto plazo	4.826.273.769	4.254.182.741	572.091.028
Adquisiciones temporales	0	68.851.968	(68.851.968)
Total	4.827.713.607	4.326.557.549	501.156.058

El incremento en estas rúbricas en 2011 se debió principalmente a la apreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro, compensada parcialmente por un descenso de las tenencias en yenes como consecuencia de la participación del BCE en la intervención internacional concertada en los mercados de divisas el 18 de marzo de 2011. Los ingresos recibidos en 2011, fundamentalmente en la cartera en dólares estadounidenses, así como las mayores ganancias no realizadas debido a la revalorización de la cartera de valores (véase la nota 16, «Cuentas de revalorización»), también contribuyeron al incremento del valor total de estas partidas.

Asimismo, en el momento de la adopción de la moneda única por Estonia, con efectos a partir del 1 de enero de 2011, Eesti Pank transfirió al BCE activos exteriores de reserva denominados en yenes por un valor de 124,0 millones de euros, de conformidad con los artículos 48.1 y 30.1 de los Estatutos del SEBC.

⁹ Equivale a 502,1 toneladas.

¹⁰ La transferencia, por un importe equivalente a 21,9 millones de euros, se realizó con efectos a partir del 1 de enero de 2011.

La posición neta del BCE en moneda extranjera (dólares estadounidenses y yenes)¹¹ a 31 de diciembre de 2011 era la siguiente:

	2011 Millones de unidades de moneda extranjera	2010 Millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	44.614	43.952
Yenes	1.041.238	1.101.816

3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

3.1 DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES Y PRÉSTAMOS

A 31 de diciembre de 2011, esta partida incluía un activo frente a un banco central no perteneciente a la zona del euro en relación con un acuerdo con el BCE sobre cesiones temporales que da a dicho banco central la posibilidad de obtener préstamos en euros a cambio de activos de garantía admitidos para sustentar sus operaciones de inyección de liquidez en el mercado nacional.

4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

Esta partida estaba formada fundamentalmente por activos relacionados con adquisiciones temporales realizadas para instrumentar operaciones de préstamo de bonos garantizados (véase la nota 9, «Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro»).

5 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

5.1 VALORES MANTENIDOS CON FINES DE POLÍTICA MONETARIA

A 31 de diciembre de 2011, esta partida se componía de valores adquiridos por el BCE en el ámbito de dos programas de adquisiciones de

bonos garantizados¹² y del programa para los mercados de valores¹³.

	2011 €	2010 €	Variación €
Primer programa de adquisición de bonos garantizados	4.814.370.827	4.823.413.246	(9.042.419)
Segundo programa de adquisición de bonos garantizados	212.604.879	-	212.604.879
Programa para los mercados de valores	17.792.153.062	13.102.563.262	4.689.589.800
Total	22.819.128.768	17.925.976.508	4.893.152.260

Las adquisiciones realizadas en el marco del primer programa de adquisición de bonos garantizados se completaron en su totalidad a finales de junio de 2010. En 2011, la amortización de las primas y descuentos relacionados con estas tenencias se tradujeron en una disminución neta de esta partida (véase «Reconocimiento de ingresos» en el apartado sobre normativa contable).

El 6 de octubre de 2011 el Consejo de Gobierno anunció el segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados. En el marco de este programa, el BCE y los BCN comenzaron a adquirir bonos garantizados

11 Estas tenencias incluyen activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, que figuran en las partidas «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro», «Diferencias por valoración de partidas fuera de balance» (lado del pasivo) y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», teniendo además en cuenta las operaciones a plazo en divisas y los *swaps* de divisas registrados en partidas fuera de balance. No se incluyen los efectos de las revalorizaciones de los precios de los valores denominados en moneda extranjera.

12 Tal como se anunció en las Notas de Prensa del BCE de 4 de junio de 2009 y 6 de octubre de 2011.

13 Tal como se anunció en la Nota de Prensa del BCE de 10 de mayo de 2010 sobre medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros.

denominados en euros emitidos en la zona del euro con el objetivo de mejorar las condiciones de financiación para entidades de crédito y empresas y de animar a las entidades a mantener e incrementar sus préstamos a clientes. Se espera que las adquisiciones se hayan completado en su totalidad a finales de octubre de 2012.

En el marco del programa para los mercados de valores, creado en mayo de 2010, el BCE y los BCN pueden realizar adquisiciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro con el fin de corregir el mal funcionamiento observado en algunos segmentos de los mercados de renta fija de la zona del euro y restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. El incremento neto que esta partida registró en 2011 se debió a nuevas adquisiciones, que compensaron con creces las amortizaciones del periodo.

Los valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores y de los programas de adquisiciones de bonos garantizados se clasifican como mantenidos hasta su vencimiento y se valoran por el coste amortizado, minorado por las pérdidas por deterioro (véase «Valores» en el apartado sobre normativa contable). Se realizaron pruebas anuales de deterioro sobre la base de la información disponible y de la estimación a final de 2011 de las cantidades recuperables.

En este contexto, el Consejo de Gobierno consideró el impacto de la participación del sector privado en la iniciativa presentada en 2011 (PSI, en sus siglas en inglés), que propuso una reestructuración de parte de la deuda emitida por la República Helénica a fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Parte de las tenencias del BCE en el marco del programa para los mercados de valores corresponde a valores de deuda emitidos por la República Helénica. No obstante, teniendo en cuenta que la iniciativa fue creada para una reestructuración voluntaria de la deuda mantenida por el sector privado, no se esperaba que conllevara modificaciones de los flujos de efectivo contractuales asociados a las tenencias del BCE de dichos valores.

A 31 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno consideró que no existían evidencias para suponer que la iniciativa no se aplicaría con éxito y, por tanto, no se registraron pérdidas por deterioro a final del ejercicio.

Además, no se registraron pérdidas por deterioro respecto del resto de valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores ni de los valores adquiridos en el marco de los dos programas de adquisiciones de bonos garantizados.

El Consejo de Gobierno evalúa periódicamente el riesgo financiero asociado a los valores mantenidos en el marco del programa para los mercados de valores y de los dos programas para la adquisición de bonos garantizados.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

En febrero de 2012 los bancos centrales del Eurosystema cambiaron sus tenencias de bonos soberanos griegos adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores por nuevos valores emitidos por la República Helénica. Los valores recientemente adquiridos tienen las mismas características que los adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores en términos de sus valores nominales, tipos de interés de los cupones, fechas de abono de intereses y fechas de amortización. Los nuevos valores no han sido incluidos en la lista de valores admisibles sujetos a reestructuración en el contexto de la iniciativa de participación del sector privado.

6 CUENTAS INTRA-EUROSYSTEMA

6.1 ACTIVOS RELACIONADOS CON LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSYSTEMA

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 Eurosystema (véase «Billetes en circulación»

en el apartado sobre normativa contable). La remuneración de estas cuentas se calcula diariamente aplicando el tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase la nota 24.2, «Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»).

6.2 OTROS ACTIVOS/(PASIVOS) INTRA-EUROSISTEMA (NETO)

En 2011 esta partida se componía principalmente de los saldos de TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). A final de 2010, el BCE tenía un pasivo neto frente a los BCN de la zona del euro y a final de 2011, un activo neto. La diferencia de esta posición se debió principalmente a un incremento del saldo vivo relativo a las operaciones *swap* realizadas con los BCN en relación con operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses (véase la nota 11, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»). La remuneración de las posiciones de TARGET2, con la excepción de los saldos derivados de estas operaciones *swap* se calcula diariamente aplicando el tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

	2011 €	2010 €
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	842.032.488.071	435.850.611.581
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(791.987.384.417)	(457.075.867.507)
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes en circulación	(652.000.000)	0
Otros activos/(pasivos) intra-Eurosistema (neto)	49.393.103.654	(21.225.255.926)

En 2011, 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 en circulación (véase «Distribución provisional de beneficios» en el apartado sobre normativa contable). Respecto a 2010, el Consejo de Gobierno decidió retener el importe total de estos ingresos, así como los procedentes de valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores, y a final de 2010 no quedaba pendiente ningún importe relacionado con este concepto).

7 OTROS ACTIVOS

7.1 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

A 31 de diciembre de 2011, estos activos incluyen los siguientes elementos:

	2011 €	2010 €	Variación €
Coste			
Terrenos y construcciones	168.916.034	168.714.234	201.800
Equipamiento y aplicaciones informáticos	187.324.734	188.781.597	(1.456.863)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	30.891.846	30.325.142	566.704
Inmovilizado en curso	339.020.767	174.386.237	164.634.530
Otros activos fijos	1.656.957	1.525.084	131.873
Coste total	727.810.338	563.732.294	164.078.044
Depreciación acumulada			
Terrenos y construcciones	(79.214.734)	(74.965.599)	(4.249.135)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(177.313.517)	(177.760.956)	447.439
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	(29.730.082)	(28.878.352)	(851.730)
Otros activos fijos	(202.512)	(201.762)	(750)
Total depreciación acumulada	(286.460.845)	(281.806.669)	(4.654.176)
Valor neto contable	441.349.493	281.925.625	159.423.868

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con los trabajos de construcción de la nueva sede del BCE.

7.2 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

Esta partida se compone de la inversión de los recursos propios del BCE¹⁴ mantenida como contrapartida directa de su capital y reservas, así como de otros activos financieros que incluyen 3.211 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

Los principales componentes de esta partida son:

	2011 €	2010 €	Variación €
Cuentas corrientes en euros	4.934.974	4.377.086	557.888
Valores emitidos en euros	13.285.988.281	11.534.194.166	1.751.794.115
Adquisiciones temporales en euros	2.707.978.069	1.669.436.200	1.038.541.869
Otros activos financieros	41.924.130	41.953.279	(29.149)
Total	16.040.825.454	13.249.960.731	2.790.864.723

El incremento neto en esta partida se debió principalmente a la inversión en la cartera de recursos propios de a) importes recibidos de los BCN de la zona del euro en relación con el segundo plazo de su contribución al incremento del capital suscrito del BCE (véase la nota 17, «Capital y reservas»); b) la contrapartida del importe transferido a la provisión del BCE frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro en 2010; y c) los ingresos recibidos en 2011.

7.3 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas

pendientes a 31 de diciembre de 2011 (véase la nota 21, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véase «Posiciones registradas fuera del balance» y «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

También se incluyen las ganancias por valoración en operaciones *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 20, «*Swaps* de tipos de interés»).

7.4 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

En 2011 esta partida incluía intereses a cobrar correspondientes a los saldos de TARGET2 debidos por los BCN de la zona del euro mantenidos durante el último mes de 2011 por valor de 752,6 millones de euros (364,7 millones de euros en 2010), e intereses a cobrar correspondientes a los activos del BCE relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema durante el último trimestre del ejercicio (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable) por importe de 230,6 millones de euros (166,7 millones de euros en 2010).

Incluye, además, los intereses devengados por el cupón de los valores (véanse la nota 2.2, «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», y la nota 7.2, «Otros activos financieros») y los intereses devengados por otros activos financieros.

¹⁴ Las cesiones temporales realizadas en el contexto de la gestión de la cartera de recursos propios se recogen en la rúbrica «Diversos» en el lado del pasivo (véase el apartado 14.3, «Diversos»).

7.5 DIVERSOS

Esta partida se compone de saldos positivos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2011 (véase la nota 21, «*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).

Esta partida incluye también el devengo de la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes en circulación (véanse «Distribución provisional de beneficios» en el apartado sobre normativa contable y la nota 6.2, «Otros activos/(pasivos) intra-Eurosistema (neto)»).

Incluye asimismo un derecho frente al Ministerio de Hacienda alemán, en relación con el impuesto sobre el valor añadido recuperable y con otros impuestos indirectos pagados. Estos impuestos son reintegrables según los términos del artículo 3 del Protocolo relativo a los privilegios e inmunidades de la Unión Europea, que se aplica al BCE en virtud del artículo 39 de los Estatutos del SEBC.

8 BILLETES EN CIRCULACIÓN

Esta partida recoge la participación del BCE (8%) en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

9 OTROS PASIVOS EN EUROS CON ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En 2010, el Consejo de Gobierno decidió que los bancos centrales del Eurosistema estarían dispuestos a prestar bonos adquiridos en el

marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados. El BCE ejecutó dichas operaciones de préstamo mediante cesiones temporales perfectamente casadas, de forma que los importes recibidos en virtud de acuerdos de cesión temporal se reinvierten de forma íntegra y simultánea con la misma contrapartida en el marco de un acuerdo de adquisición temporal (véase la nota 4, «Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro»). En 2011, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el ámbito de estas operaciones incluyendo bonos adquiridos en el marco del segundo programa de adquisición de bonos garantizados.

A 31 de diciembre de 2011 seguían vivas cesiones temporales efectuadas en el contexto de operaciones de préstamo de bonos garantizados por valor de 204,9 millones de euros (33,4 millones de euros en 2010). Estas operaciones estaban relacionadas exclusivamente con bonos adquiridos en el marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados.

10 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

10.1 OTROS PASIVOS

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET2.

11 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2011, esta partida constaba fundamentalmente de un pasivo cuyo importe ascendía a 64,2 mm de euros (0,1 mm de euros en 2010) procedentes del acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal con la Reserva Federal. En el marco de este acuerdo, la Reserva Federal suministró dólares estadounidenses

al BCE mediante una línea de *swap* temporal a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizaron los fondos obtenidos para efectuar operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con entidades de contrapartida del Eurosistema en forma de operaciones temporales. Las operaciones *swap* se tradujeron en saldos intra-Eurosistema entre el BCE y los BCN.

El resto de esta partida lo componen los saldos mantenidos en el BCE por otros bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro, incluyendo saldos mantenidos por bancos centrales 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).

12 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

12.1 DEPÓSITOS Y OTROS PASIVOS

Esta partida recoge los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

13 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

13.1 PASIVOS EQUIVALENTES A LA TRANSFERENCIA DE RESERVAS EN MONEDA EXTRANJERA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia al BCE de activos exteriores de reserva. Estos pasivos se remuneran calculando diariamente el 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 24.3, «Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas»).

La transferencia de activos exteriores de reserva por Eesti Pank en el momento de la adopción de la moneda única por Estonia se tradujo en un aumento de estos pasivos en 103.115.678 euros.

	Desde el 1 de enero de 2011	31 de diciembre de 2010
	€	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.397.303.847
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	10.909.120.274
Eesti Pank	103.115.678	-
Banc Ceannais na hÉireann/ Central Bank of Ireland	639.835.662	639.835.662
Bank of Greece	1.131.910.591	1.131.910.591
Banco de España	4.783.645.755	4.783.645.755
Banque de France	8.192.338.995	8.192.338.995
Banca d'Italia	7.198.856.881	7.198.856.881
Central Bank of Cyprus	78.863.331	78.863.331
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	100.638.597
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36.407.323	36.407.323
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.297.463.391
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.118.545.877
Banco de Portugal	1.008.344.597	1.008.344.597
Banka Slovenije	189.410.251	189.410.251
Národná banka Slovenska	399.443.638	399.443.638
Suomen Pankki – Finlands Bank	722.328.205	722.328.205
Total	40.307.572.893	40.204.457.215

El activo de contrapartida correspondiente a Eesti Pank se fijó en 103.115.678 euros, a fin de garantizar que la ratio entre este activo y el importe agregado asignado a los demás BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro sea equivalente a la ratio entre la ponderación de Eesti Pank en la clave del capital del BCE y la ponderación agregada de los demás BCN de la zona del euro 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 2.2, «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; activos en moneda extranjera frente a residentes en la

zona del euro») se consideró como parte de las contribuciones de Eesti Pank —en virtud del artículo 48.2 de los Estatutos del SEBC— a las reservas y a las provisiones equivalentes a reservas del BCE existentes a 31 de diciembre de 2010 (véanse las notas 15, «Provisiones» y 16, «Cuentas de revalorización»).

14 OTROS PASIVOS

14.1 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS FUERA DE BALANCE

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2011 (véase la nota 21, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véanse «Posiciones registradas fuera del balance» y «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

En esta partida se incluyen además las pérdidas de valoración en las operaciones *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 20, «*Swaps* de tipos de interés»).

14.2 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

A 31 de diciembre de 2011 los dos componentes principales de esta partida eran periodificaciones de intereses sobre las posiciones en TARGET2 debidos a los BCN por el último mes de 2011, que ascendían a 770,1 millones de euros (381,8 millones de euros en 2010), e intereses debidos a los BCN por el conjunto de 2011 derivados de los activos de contrapartida de las reservas transferidas al BCE (véase la nota 13, «Pasivos intra-Eurosistema»), que ascienden a 434,0 millones de euros (346,5 millones de

euros en 2010). Las periodificaciones sobre instrumentos financieros y otras periodificaciones se recogen también en esta partida.

En esta partida se incluye también una contribución al BCE de la ciudad de Fráncfort por valor de 15,3 millones de euros para la conservación del edificio histórico Grossmarkthalle, relacionada con la construcción de la nueva sede del BCE. Este importe se compensará con el coste de construcción del edificio cuando comience a utilizarse (véase la nota 7.1, «Inmovilizado material e inmaterial»).

14.3 DIVERSOS

Esta partida incluye operaciones de cesión vivas por un importe de 360,0 millones de euros (235,4 millones en 2010), realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 7.2, «Otros activos financieros»).

También se compone de saldos negativos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2011 (véase la nota 21, «*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).

Asimismo, incluye el pasivo neto correspondiente a las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones por valor de 112,5 millones de euros como se describe a continuación.

PLAN DE PENSIONES, PRESTACIONES POST-EMPLEO Y OTRAS PRESTACIONES A LARGO PLAZO DEL BCE

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE (véase «Plan de pensiones, prestaciones post-empleo y otras

prestaciones a largo plazo del BCE» en las notas sobre normativa contable) son las siguientes:

	2011 Personal millones €	2011 Comité Ejecutivo millones €	2011 Total millones €
Valor actual de las obligaciones	549,1	17,9	567,0
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(418,4)	-	(418,4)
Ganancias/(pérdidas) actuariales no reconocidas	(35,6)	(0,5)	(36,1)
Pasivo reconocido en el balance	95,1	17,4	112,5

	2010 Personal millones €	2010 Comité Ejecutivo millones €	2010 Total millones €
Valor actual de las obligaciones	539,6	15,9	555,5
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(391,6)	-	(391,6)
Ganancias/(pérdidas) actuariales no reconocidas	(71,6)	0,5	(71,1)
Pasivo reconocido en el balance	76,4	16,4	92,8

El valor actual de estas obligaciones frente al personal incluye beneficios no financiados a través de un fondo por importe de 86,6 millones de euros, (86,9 millones de euros en 2010) consistentes en prestaciones post-empleo distintas de las pensiones y en otras prestaciones a largo plazo. Asimismo, existen prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo para los miembros del Comité Ejecutivo no financiadas a través de un fondo (véase «Plan de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE» en las notas sobre normativa contable).

Las cantidades reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2011 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:

	2011 Personal millones €	2011 Comité Ejecutivo millones €	2011 Total millones €
Coste actual del servicio	31,1	1,4	32,5
Interés sobre las obligaciones	24,2	0,8	25,0
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(20,1)	-	(20,1)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	6,2	(0,6)	5,6
Total incluido en los «Gastos de personal»	41,4	1,6	43,0

	2010 Personal millones €	2010 Comité Ejecutivo millones €	2010 Total millones €
Coste actual del servicio	25,4	1,2	26,6
Interés sobre las obligaciones	21,1	0,8	21,9
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(18,4)	-	(18,4)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	(1,0)	(0,3)	(1,3)
Total incluido en los «Gastos de personal»	27,1	1,7	28,8

De acuerdo con el sistema de la banda del 10% (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo y a largo plazo» en el apartado sobre normativa contable), las ganancias y pérdidas actuariales acumuladas netas no reconocidas que excedan lo que sea más elevado de : a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas, y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al Plan, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese Plan.

Las variaciones del valor actual de las obligaciones son las siguientes:

	2011 Personal millones €	2011 Comité Ejecutivo millones €	2011 Total millones €
Obligación inicial	539,6	15,9	555,5
Coste del servicio	31,1	1,4	32,5
Coste por intereses	24,2	0,8	25,0
Aportaciones de los participantes en el Plan	16,3	0,2	16,5
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el plan	(1,9)	0	(1,9)
Beneficios pagados (Ganancias)/Pérdidas actuariales	(54,8)	0,4	(54,4)
Obligación final	549,1	17,9	567,0

	2010 Personal millones €	2010 Comité Ejecutivo millones €	2010 Total millones €
Obligación inicial	430,5	13,4	443,9
Coste del servicio	25,4	1,2	26,6
Coste por intereses	21,1	0,8	21,9
Aportaciones de los participantes en el Plan	17,4	0,1	17,5
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el plan	4,5	0	4,5
Beneficios pagados (Ganancias)/Pérdidas actuariales	(4,8)	(0,4)	(5,2)
Obligación final	539,6	15,9	555,5

Las pérdidas actuariales de 46,3 millones de euros resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas en 2010 se debieron principalmente al descenso del tipo de descuento desde el 5,50% hasta el 5,00% y a un incremento del valor de las prestaciones garantizadas. Estos factores se vieron compensados parcialmente por la reducción del incremento futuro estimado de las pensiones desde el 2,00% hasta el 1,65%.

En 2011 las ganancias actuariales resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas en relación con el personal ascendieron a 54,8 millones de euros. En este importe se

incluyen los efectos de a) un crecimiento menor de lo esperado del valor de las prestaciones mínimas garantizadas; b) una revisión a la baja de los rendimientos esperados de las participaciones en el fondo con una garantía de capital subyacente que se utilizan para calcular las pensiones futuras y, en consecuencia, el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas; y c) un menor crecimiento proyectado de las primas de los seguros médicos.

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al plan en relación con el personal, incluidas las derivadas de las aportaciones voluntarias de los partícipes en el plan, son las siguientes:

	2011 millones €	2010 millones €
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	391,6	333,2
Rendimiento previsto	20,1	18,4
Ganancias/(Pérdidas) actuariales	(25,0)	0,6
Aportaciones del empleador	22,7	22,4
Aportaciones de los participantes en el Plan	16,3	17,3
Beneficios pagados	(5,4)	(4,8)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el Plan	(1,9)	4,5
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	418,4	391,6

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:

	2011 %	2010 %
Tipo de descuento	5,00	5,00
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	6,00	6,00
Incrementos salariales futuros ¹	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros	1,65	1,65

1) Además, se tienen en cuenta posibles incrementos salariales futuros de hasta el 1,8% anual, dependiendo de la edad de los participantes en el Plan.

15 PROVISIONES

Esta partida recoge una provisión para riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro y otras provisiones,

El Consejo de Gobierno utilizará esta provisión para riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro en la medida en que lo considere necesario para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas de valoración no cubiertas por las cuentas de revalorización. El tamaño de esta provisión y la necesidad de mantenerla se revisan con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su exposición a los riesgos mencionados. Esta evaluación tiene en cuenta una serie de factores entre los que se 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 tiempo¹⁵. 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 2010, la provisión frente a riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro ascendía a 5.183.637.388 euros. Eesti Pank contribuyó con una cantidad de 13.294.901 euros a la provisión con efectos desde el 1 de enero de 2011¹⁶. Teniendo en cuenta los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió asignar, a 31 de diciembre de 2011, un importe adicional de 1.166.175.000 euros a esta provisión procedente de los beneficios obtenidos de los valores adquiridos conforme al programa para los mercados de valores (véase la nota 24.4, «Otros ingresos por intereses; y Otros gastos por intereses») y de parte de los ingresos por billetes en euros en circulación, (véase la nota 24.2, «Ingresos por intereses derivados de la

asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»). Esta transferencia redujo los beneficios netos del BCE en 2011 hasta 728.136.234 euros y, junto con la cantidad aportada por Eesti Pank, incrementó el importe de la provisión hasta 6.363.107.289 euros que, tras el incremento de capital desembolsado del BCE (véase la nota 17, «Capital y reservas»), es el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2011.

16 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos e instrumentos fuera de balance (véanse «Reconocimiento de ingresos», «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera», «Valores» y «Posiciones registradas fuera del balance» en las notas sobre normativa contable). De conformidad con el artículo 48.2 de los Estatutos del SEBC, Eesti Pank contribuyó con un importe de 50,3 millones de euros a estas cuentas con efectos a partir del 1 de enero de 2011.

	2011 €	2010 €	Variación €
Oro	15.718.491.496	13.078.746.071	2.639.745.425
Divisas	7.975.683.173	6.271.078.092	1.704.605.081
Valores y otros instrumentos	630.756.103	276.874.996	353.881.107
Total	24.324.930.772	19.626.699.159	4.698.231.613

Los tipos de cambio aplicados para la revalorización de final de año fueron:

Tipos de cambio	2011	2010
Dólares estadounidenses por euro	1,2939	1,3362
Yenes por euro	100,20	108,65
Euros por DEG	1,1867	1,1572
Euros por onza de oro fino	1.216,864	1.055,418

¹⁵ Véase también el capítulo 2 del Informe Anual.

¹⁶ De conformidad con el artículo 48.2 de los Estatutos del SEBC.

17 CAPITAL Y RESERVAS

17.1 CAPITAL

Con efectos a partir de 29 de diciembre de 2010 el BCE incrementó su capital suscrito en 5 mm de euros hasta la cifra de 10.760.652.403¹⁷. Además, el Consejo de Gobierno decidió que los BCN de la zona del euro pagasen sus contribuciones adicionales al capital resultantes de la ampliación, en tres plazos iguales¹⁸. En consecuencia, los BCN de la zona del euro (en su composición a esa fecha) desembolsaron el 29 de diciembre de 2010 un importe de 1.163.191.667 como pago del primer plazo.

El 1 de enero de 2011 Eesti Pank desembolsó 12.572.592 euros¹⁹. Esta cantidad consistía en el primer plazo de la contribución de Eesti Pank a la ampliación del capital suscrito del BCE decidida a final de diciembre de 2010, que asciende a 2.983.333 euros y, al resto de su participación en el capital suscrito del BCE antes de la ampliación, que ascendía a 9.589.259 euros.

El 28 de diciembre de 2011 los BCN de la zona del euro, incluyendo Eesti Pank, pagaron una cantidad de 1.166.175.000 euros en relación con el segundo plazo de su contribución al incremento del capital suscrito del BCE. El tercer plazo se hará efectivo a final de 2012.

El efecto combinado de los anteriores pagos en 2011 fue un incremento del capital desembolsado del BCE por importe de 1.178.747.592²⁰ euros, tal como se muestra en el siguiente cuadro²¹.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 3,75% del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Los desembolsos por este concepto ascendieron a un total de 121.176.379 euros al fin del ejercicio 2011. Los BCN de los países no pertenecientes a la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

	Capital desembolsado desde el 28 de diciembre de 2011 €	Capital desembolsado desde el 1 de enero hasta el 27 de diciembre de 2011 €	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2010 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	220.583.718	180.157.051	180.157.051
Deutsche Bundesbank	1.722.155.361	1.406.533.694	1.406.533.694
Eesti Pank	16.278.234	13.294.901	-
Central Bank of Ireland	101.006.900	82.495.233	82.495.233
Bank of Greece	178.687.726	145.939.392	145.939.392
Banco de España	755.164.576	616.764.576	616.764.576
Banque de France	1.293.273.899	1.056.253.899	1.056.253.899
Banca d'Italia	1.136.439.021	928.162.355	928.162.355
Central Bank of Cyprus	12.449.666	10.168.000	10.168.000
Banque centrale du Luxembourg	15.887.193	12.975.526	12.975.526
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	5.747.399	4.694.066	4.694.066
De Nederlandsche Bank	362.686.339	296.216.339	296.216.339
Oesterreichische Nationalbank	176.577.921	144.216.254	144.216.254
Banco de Portugal	159.181.126	130.007.793	130.007.793
Banka Slovenije	29.901.025	24.421.025	24.421.025
Národná banka Slovenska	63.057.697	51.501.030	51.501.030
Suomen Pankki – Finlands Bank	114.029.487	93.131.154	93.131.154
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	6.363.107.289	5.196.932.289	5.183.637.388

17 Decisión BCE/2010/26, de 13 de diciembre de 2010, sobre la ampliación del capital del Banco Central Europeo, DO L 11 de 15.1.2011, p. 53.

18 Decisión BCE/2010/27, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso de la ampliación del capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro, DO L 11 de 15.1.2011, p. 54.

19 De conformidad con lo dispuesto en el artículo 48.1 de los Estatutos del SEBC y en la Decisión BCE/2010/34, de 31 de diciembre de 2010, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Eesti Pank, DO L 11, 15.1.2011, p. 58.

20 Este incremento puede no coincidir exactamente con las cifras recogidas en el cuadro que figura a continuación debido al redondeo.

21 Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los totales que figuran en los cuadros de este apartado pueden no coincidir debido al redondeo.

	Capital desembolsado desde el 28 de diciembre de 2011 €	Capital desembolsado desde el 1 de enero hasta el 27 de diciembre de 2011 €	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2010 €
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	3.505.014	3.505.014	3.505.014
Česká národní banka	5.839.806	5.839.806	5.839.806
Danmarks Nationalbank	5.986.285	5.986.285	5.986.285
Eesti Pank	-	-	722.309
Latvijas Banka	1.144.799	1.144.799	1.144.799
Lietuvos bankas	1.717.400	1.717.400	1.717.400
Magyar Nemzeti Bank	5.591.235	5.591.235	5.591.235
Narodowy Bank Polski	19.754.137	19.754.137	19.754.137
Banca Națională a României	9.944.860	9.944.860	9.944.860
Sveriges Riksbank	9.112.389	9.112.389	9.112.389
Bank of England	58.580.454	58.580.454	58.580.454
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	121.176.379	121.176.379	121.898.688
Total	6.484.283.669	5.318.108.669	5.305.536.076

El capital suscrito y la clave de capital del BCE no registraron cambios en 2011. Como resultado de la adopción del euro por Estonia el 1 de enero de 2011, la asignación de la clave de capital y el capital suscrito de los BCN pertenecientes a la zona del euro se modificó como se muestra a continuación²²:

22 Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los totales que figuran en los cuadros de este apartado pueden no coincidir debido al redondeo.

	Clave de capital desde el 1 de enero de 2011 %	Capital suscrito desde el 1 de enero de 2011 €	Clave de capital al 31 de diciembre de 2010 %	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2010 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	261.010.385	2,4256	261.010.385
Deutsche Bundesbank	18,9373	2.037.777.027	18,9373	2.037.777.027
Eesti Pank	0,1790	19.261.568	-	-
Central Bank of Ireland	1,1107	119.518.566	1,1107	119.518.566
Bank of Greece	1,9649	211.436.059	1,9649	211.436.059
Banco de España	8,3040	893.564.576	8,3040	893.564.576
Banque de France	14,2212	1.530.293.899	14,2212	1.530.293.899
Banca d'Italia	12,4966	1.344.715.688	12,4966	1.344.715.688
Central Bank of Cyprus	0,1369	14.731.333	0,1369	14.731.333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	18.798.860	0,1747	18.798.860
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0632	6.800.732	0,0632	6.800.732
De Nederlandsche Bank	3,9882	429.156.339	3,9882	429.156.339
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	208.939.588	1,9417	208.939.588
Banco de Portugal	1,7504	188.354.460	1,7504	188.354.460
Banka Slovenije	0,3288	35.381.025	0,3288	35.381.025
Národná banka Slovenska	0,6934	74.614.364	0,6934	74.614.364
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	134.927.820	1,2539	134.927.820
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	69,9705	7.529.282.289	69,7915	7.510.020.722

	Clave de capital desde el 1 de enero de 2011 %	Capital suscrito desde el 1 de enero de 2011 €	Clave de capital al 31 de diciembre de 2010 %	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2010 €
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	0,8686	93.467.027	0,8686	93.467.027
Česká národní banka	1,4472	155.728.162	1,4472	155.728.162
Danmarks Nationalbank	1,4835	159.634.278	1,4835	159.634.278
Eesti Pank	-	-	0,1790	19.261.568
Latvijas Banka	0,2837	30.527.971	0,2837	30.527.971
Lietuvos bankas	0,4256	45.797.337	0,4256	45.797.337
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	149.099.600	1,3856	149.099.600
Narodowy Bank Polski	4,8954	526.776.978	4,8954	526.776.978
Banca Națională a României	2,4645	265.196.278	2,4645	265.196.278
Sveriges Riksbank	2,2582	242.997.053	2,2582	242.997.053
Bank of England	14,5172	1.562.145.431	14,5172	1.562.145.431
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	30,0295	3.231.370.113	30,2085	3.250.631.681
Total	100,0000	10.760.652.403	100,0000	10.760.652.403

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

18 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE tiene un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2011, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 1,2 mm de euros, frente a 1,5 mm de euros en 2010.

19 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

A 31 de diciembre de 2011, estaban vivas las siguientes transacciones en divisas, presentadas a los tipos de mercado de final de año:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	2011 Valor contractual €	2010 Valor contractual €	Variación €
Compras	1.651.132.236	458.539.141	1.192.593.095
Ventas	1.728.229.838	1.251.682.536	476.547.302

Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

20 SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

A 31 de diciembre 2011 existían operaciones *swaps* de tipos de interés no vencidas por un valor contractual de 225,7 millones de euros (742,4 millones de euros en 2010), presentadas a los tipos de mercado de fin de año. Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

21 SWAPS DE DIVISAS Y OPERACIONES A PLAZO EN DIVISAS

GESTIÓN DE RESERVAS EXTERIORES

En 2011, estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE. Los siguientes activos y pasivos a plazo resultantes de estas transacciones, presentadas a precios de mercado de fin de ejercicio, estaban vivos a 31 de diciembre de 2011:

Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas	2011 €	2010 €	Variación €
Activos	2.304.007.744	1.697.483.530	606.524.214
Pasivos	2.309.882.385	1.740.464.038	569.418.347

OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

A 31 de diciembre de 2011, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con la Reserva Federal, originados en relación con la liquidez suministrada en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 11, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

22 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO²³

El BCE sigue siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la UE en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo. En el ámbito de este mecanismo, a 31 de diciembre de 2011 estaban vivos préstamos por valor de 11,4 mm de euros concedidos por la UE a Hungría, Letonia y Rumanía.

En el contexto del acuerdo para la facilidad de préstamo entre los Estados miembros cuya moneda es el euro²⁴ y Kreditanstalt für Wiederaufbau²⁵, como prestamistas, la República Helénica, como prestatario, y Bank of Greece, como el agente del prestatario, el BCE es responsable del procesamiento de todos los pagos relacionados por cuenta de los prestatarios y el prestamista. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2011 estaban vivos préstamos bilaterales mancomunados a la República Helénica por valor de 52,9 mm de euros.

Asimismo, el BCE tiene un papel operativo en la administración de préstamos en el marco del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés) y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés). A 31 de diciembre de 2011, estaban vivos préstamos concedidos a Irlanda y Portugal por valor de 28 mm de euros en el marco del EFSM y por un importe de 16,3 mm de euros en el marco de la EFSF.

23 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)²⁶ alegando que, en la fabricación de billetes en euros, el BCE había infringido una patente de DSSI²⁷. El TPI desestimó la reclamación por daños y perjuicios interpuesta contra el BCE²⁸. El BCE ha iniciado acciones judiciales para revocar esta patente en diversas jurisdicciones y ya ha logrado revocarla en algunas. Asimismo, el BCE tiene el firme convencimiento de que no ha infringido en modo alguno dicha patente y, en consecuencia, contestará a las demandas por infracción presentadas por DSSI ante cualquier juzgado nacional.

Como consecuencia de la decisión del TPI de desestimar la reclamación por daños y perjuicios interpuesta por DSSI contra el BCE y del resultado favorable de los procesos interpuestos hasta la fecha por el BCE en determinadas jurisdicciones nacionales solicitando la revocación de porciones nacionales de la patente de DSSI, el BCE estima que la posibilidad de tener que pagar a DSSI es remota. El BCE sigue muy de cerca el desarrollo del litigio.

²³ Véase también el capítulo 2 del Informe Anual.

²⁴ Distintos de la República Helénica y la República Federal de Alemania.

²⁵ Actuando en el interés público, sin perjuicio de las instrucciones de la República Federal de Alemania y con el beneficio de su garantía.

²⁶ Tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa el 1 de diciembre de 2009, el Tribunal de Primera Instancia ha pasado a denominarse Tribunal General.

²⁷ Patente europea n.º 0455 750 B1 de DSSI.

²⁸ Auto del Tribunal de Primera Instancia de 5 de septiembre de 2007, asunto T-295/05. Disponible en www.curia.europa.eu

NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

24 INGRESOS NETOS POR INTERESES

24.1 INGRESOS NETOS POR INTERESES DE LOS ACTIVOS DE RESERVA

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos exteriores de reserva netos del BCE, de la siguiente forma:

	2011 €	2010 €	Variación €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	2.088.888	1.328.753	760.135
Ingresos por intereses de depósitos en el mercado monetario	18.279.491	15.865.666	2.413.825
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	1.479.020	2.712.798	(1.233.778)
Ingresos netos por intereses de valores	254.699.342	335.790.909	(81.091.567)
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	6.284.214	4.611.662	1.672.552
Ingresos netos por intereses de <i>swaps</i> de divisas y operaciones a plazo en divisas	7.686.740	6.523.343	1.163.397
Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	290.517.695	366.833.131	(76.315.436)
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(6.126)	(8.795)	2.669
Gastos netos por intereses de las cesiones temporales	(291.278)	(644.858)	353.580
Ingresos netos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	290.220.291	366.179.478	(75.959.187)

En 2011 el descenso general de los ingresos netos por intereses se debió principalmente a la bajada de los ingresos por intereses recibidos en la cartera en dólares estadounidenses.

24.2 INGRESOS POR INTERESES DERIVADOS DE LA ASIGNACIÓN DE LOS BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota del 8% que corresponde al BCE del total de billetes emitidos en euros (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 6.1 «Activos

relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema»). El incremento de los ingresos en 2011 refleja principalmente el hecho de que, en promedio, los tipos de las operaciones principales de financiación fueron más altos que en 2010.

24.3 REMUNERACIÓN DE ACTIVOS DE BCN EN RELACIÓN CON RESERVAS EXTERIORES TRANSFERIDAS

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC (véase la nota 13, «Pasivos intra-Eurosistema») figura en este apartado. El incremento de esta remuneración en 2011 refleja principalmente el hecho de que, en promedio, los tipos de las operaciones principales de financiación fueron más altos que en 2010.

24.4 OTROS INGRESOS POR INTERESES; Y OTROS GASTOS POR INTERESES

Estas rúbricas comprenden ingresos por intereses por valor de 6,6 mm de euros (3,8 mm de euros en 2010) y gastos por valor de 6,9 mm de euros (3,9 mm de euros en 2010) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones de TARGET2 (véanse las notas 6.2, «Otros activos/(pasivos) intra-Eurosistema (neto)» y 11, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

En estas partidas también se consignan ingresos netos de 165,7 millones de euros (140,4 millones de euros en 2010) procedentes de los valores adquiridos por el BCE en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados, incluidos los ingresos netos obtenidos de las operaciones de préstamo de valores relacionadas, y 1.002,8 millones de euros (438,0 millones de euros en 2010) de los adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores. En estas partidas también se consignan ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos

denominados en euros, así como ingresos por intereses y gastos por intereses derivados de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses.

25 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras en 2011 fueron las siguientes:

	2011 €	2010 €	Variación €
Ganancias netas realizadas por precio de los valores, futuros sobre tipos de interés y <i>swaps</i> de tipos de interés	260.059.727	460.588.711	(200.528.984)
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	212.159.502	13.724.616	198.434.886
Ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras	472.219.229	474.313.327	(2.094.098)

En 2011 se incluyeron en este apartado las ganancias netas realizadas por precio de la venta de valores y las ganancias netas realizadas por tipo de cambio procedentes de las ventas de divisas, obtenidas principalmente como resultado de la venta de yenes japoneses en el contexto de la participación del BCE en la intervención internacional concertada en los mercados de divisas el 18 de marzo de 2011 (véase la nota 2.2, «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro»).

26 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2011 €	2010 €	Variación €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(155.240.641)	(184.247.603)	29.006.962
Pérdidas no realizadas por precio de los <i>swaps</i> de tipos de interés	(2.216.642)	(10.963.861)	8.747.219
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	0	(1.973)	1.973
Total	(157.457.283)	(195.213.437)	37.756.154

En 2011, este gasto se debió principalmente a las minusvalías experimentadas por determinados valores, mostrados en el balance a su precio de mercado a 30 de diciembre de 2011, con respecto a su precio de adquisición.

27 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2011 €	2010 €	Variación €
Ingresos por honorarios y comisiones	77.858	110.661	(32.803)
Gastos por honorarios y comisiones	(2.058.638)	(1.519.678)	(538.960)
Gastos netos por honorarios y comisiones	(1.980.780)	(1.409.017)	(571.763)

En 2011, los ingresos de este apartado recogen las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos se deben a las comisiones abonadas por cuentas corrientes y por la liquidación de futuros sobre tipos de interés (véase la nota 19, «Futuros sobre tipos de interés»).

28 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Los dividendos recibidos por las acciones del Banco de Pagos Internacionales en posesión del BCE (véase la nota 7.2, «Otros activos financieros») figuran en este apartado.

29 OTROS INGRESOS

Los otros ingresos obtenidos durante el ejercicio proceden, principalmente, de las aportaciones devengadas por los BCN de la zona del euro en relación con los costes incurridos por el BCE en un importante proyecto de infraestructura de mercado.

30 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales, primas de seguros y gastos diversos para los empleados por importe de 173,1 millones de euros (167,7 millones en el 2010). Esta partida también incluye el importe de 43,0 millones de euros (28,8 millones de euros en 2010) correspondiente al Plan de jubilación del BCE, otras prestaciones post-empleo y prestaciones a largo plazo (véase la nota 14.3, «Diversos»). Los gastos de personal por un importe de 1,3 millones de euros (1,3 millones en 2010) relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE se han capitalizado y excluido de esta partida.

La estructura de salarios y otros gastos sociales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado, en términos generales, tomando como referencia el esquema retributivo de la Unión Europea, y es comparable con este último.

Los miembros del Comité Ejecutivo reciben un salario base y prestaciones adicionales por residencia y representación. El Presidente dispone de una residencia oficial propiedad del BCE en lugar de la prestación por residencia. De acuerdo con lo dispuesto en las Condiciones

de Contratación del Personal del Banco Central Europeo, los miembros del Comité Ejecutivo tienen derecho a prestaciones por residencia, hijos y educación, en función de sus circunstancias individuales. Los salarios están sujetos a tributación a la Unión Europea y a deducciones en relación con las aportaciones al Plan de pensiones y a los seguros médico y de accidentes. Las prestaciones sociales no están sujetas a tributación y no computan a efecto de pensiones.

Los salarios abonados a los miembros del Comité Ejecutivo durante 2011 fueron:

	2011 €	2010 €
Jean-Claude Trichet (presidente hasta octubre de 2011)	309.290	367.863
Mario Draghi (presidente desde noviembre de 2011)	61.858	-
Lucas D. Papademos (vicepresidente hasta de mayo de 2010)	-	131.370
Vitor Constâncio (vicepresidente desde junio de 2010)	318.132	183.918
Gertrude Tumpel-Gugerell (miembro del Comité Ejecutivo hasta mayo de 2011)	110.460	262.728
Peter Praet (miembro del Comité Ejecutivo desde junio de 2011)	154.644	-
José Manuel González-Páramo (miembro del Comité Ejecutivo)	265.104	262.728
Lorenzo Bini Smaghi (miembro del Comité Ejecutivo)	265.104	262.728
Jürgen Stark (miembro del Comité Ejecutivo)	265.104	262.728
Total	1.749.696	1.734.063

Las prestaciones sociales abonadas a los miembros del Comité Ejecutivo y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidentes ascendieron a un total de 646.154 euros (660.731 euros en 2010).

Además, los beneficios pagados al comienzo del nombramiento y al término del servicio a los miembros del Consejo de Gobierno que se incorporan o dejan el BCE ascendieron a 159.594 euros (52.548 en 2010). Se consignan en la rúbrica «Gastos de Administración» en la cuenta de pérdidas y ganancias (véase la nota 31, «Gastos de Administración»).

Los pagos transitorios se realizan a antiguos miembros del Comité Ejecutivo cuando cesan en sus cargos durante un período limitado. En 2011, estos pagos, las prestaciones familiares asociadas y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente de los antiguos miembros ascendieron a 479.665 euros (34.868 euros en 2010). 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 321.929 euros (354.349 euros en 2010). El total de los pagos abonados a antiguos miembros del Comité Ejecutivo se consignan como «Beneficios pagados» y reducen las obligaciones por prestaciones definidas del BCE en relación con las prestaciones post-empleo para el Comité Ejecutivo (véase la nota 14.3, «Diversos»).

Al final de 2011, el BCE tenía el equivalente a 1.609 empleados a tiempo completo²⁹, de los que 158 ocupaban cargos directivos. La variación a lo largo de 2011 fue como sigue:

	2011	2010
Total de empleados a 1 de enero	1.607	1.563
Nuevos empleados/Cambio de la naturaleza del contrato	313	328
Bajas/Finalización de contrato	(299)	(302)
Incremento/(Disminución) neta debida a cambios de los patrones de trabajo a tiempo parcial	(12)	18
Total de empleados a 31 de diciembre	1.609	1.607
Cifra media de empleados	1.601	1.565

31 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.

32 GASTOS DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Estos gastos se deben principalmente a los costes de transporte transfronterizo de billetes en euros entre las fábricas de billetes y los BCN, para el suministro de los nuevos billetes, y entre los BCN, para la compensación de situaciones de escasez de billetes con excedentes de reservas. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

²⁹ No se incluyen los empleados con permisos no retribuidos. En esta cifra se incluyen los empleados con contratos indefinidos o temporales y los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluye a los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.



PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60394 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Tel.: +49 69 9585-3691
Fax: +49 69 9585 913023
muriel.atton@de.pwc.com

29 February 2012

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 2011, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2011, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 29 February 2012

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer


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

29 de febrero de 2012

Informe del auditor externo

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2011, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2011 y un resumen de la normativa contable relevante y de otras notas explicativas (las «cuentas anuales»).

La responsabilidad del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo respecto a las cuentas anuales

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y presentación imparcial de estas cuentas anuales con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno y recogidos en la Decisión BCE/2010/21 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo, y de todas las medidas de control interno que el Comité Ejecutivo estime necesarias a fin de posibilitar la preparación de las cuentas anuales libres de errores materiales, debidos a fraude o error.

La responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estas cuentas anuales basada en nuestra auditoría, que hemos realizado de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas, hemos de aplicar criterios éticos y planificar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales.

Una auditoría conlleva la aplicación de procedimientos con el fin de obtener evidencia justificativa de 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 sistema de control interno aplicable a la preparación y la presentación imparcial de las cuentas anuales, a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con el objetivo de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la idoneidad de las normas contables utilizadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables realizadas por el Comité Ejecutivo, además de la evaluación de la presentación global de las cuentas anuales.

Consideramos que los datos que hemos obtenido son suficientes y apropiados para constituir el fundamento de nuestra opinión.

Opinión

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen la imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2011 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2011, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en la Decisión BCE/2010/21 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo.

Fráncfort del Meno, 29 de febrero de 2012

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Roennberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/ ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE de 2011.

INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN Y SUS TENENCIAS DE VALORES ADQUIRIDOS EN EL MARCO DEL PROGRAMA PARA LOS MERCADOS DE VALORES DEL EUROSISTEMA

En lo que se refiere a 2010, conforme a una decisión del Consejo de Gobierno, el total de los ingresos generados por la cuota de los billetes en euros en circulación que le corresponde al BCE y los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores, que ascendían a 654 millones de euros y 438 millones de euros, respectivamente, fue transferido a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. Por consiguiente, no se realizó ninguna distribución provisional de beneficios.

En lo que respecta a 2011, conforme a una decisión del Consejo de Gobierno, el total de los ingresos generados por los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores y parte de los generados por la cuota de los billetes en euros en circulación que le corresponde al BCE, que ascendían a 1.002,8 millones de euros y 163,4 millones de euros, respectivamente, fue transferido a la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. A efectos de la distribución provisional de beneficios del BCE, el 3 de enero de 2012 se distribuyó a los BCN de la zona del euro, en proporción a sus acciones desembolsadas en el capital suscrito del BCE, 652 millones de euros correspondientes a ingresos por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación.

DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/COBERTURA DE PÉRDIDAS

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- (a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital; y
- (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente, en proporción a y hasta los importes asignados a los BCN con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC³⁰.

	2011 €	2010 €
Beneficio del ejercicio	728.136.234	170.831.395
Distribución provisional de los ingresos obtenidos por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación y por los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores ¹⁾	(652.000.000)	(0)
Beneficio del ejercicio tras la distribución de los ingresos obtenidos por la participación del BCE en los billetes en euros en circulación y por los valores adquiridos en el marco del Programa para los Mercados de Valores	76.136.234	170.831.395
Distribución de beneficios a los BCN	(76.136.234)	(170.831.395)
Total	0	0

1) El Programa para los mercados de valores se creó en mayo de 2010.

³⁰ El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC establece que la suma de los ingresos monetarios de los BCN se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

El 8 de marzo de 2012, el Consejo de Gobierno decidió no realizar ninguna transferencia al fondo de reserva general y distribuir los beneficios restantes correspondientes a 2011, que ascendían a 76 millones de euros, a los BCN de la zona del euro proporcionalmente al capital desembolsado por cada uno de ellos.

Los BCN que no forman parte de la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2011

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2011	31 DE DICIEMBRE DE 2010
1 Oro y derechos en oro	423.458	367.402
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	244.623	224.001
2.1 Activos frente al FMI	85.655	71.319
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	158.968	152.681
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	98.226	26.940
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	25.355	22.603
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	25.355	22.603
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	863.568	546.747
5.1 Operaciones principales de financiación	144.755	227.865
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	703.894	298.217
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	20.623
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	14.823	25
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	97	17
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	78.653	45.655
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	618.764	457.415
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria	273.854	134.829
7.2 Otros valores	344.910	322.586
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	33.926	34.954
9 Otros activos	346.694	276.493
Total activo	2.733.267	2.002.210

Los totales o subtotales pueden no coincidir debido al redondeo.

PASIVO

31 DE DICIEMBRE 31 DE DICIEMBRE
2011 2010

1 Billetes en circulación	888.676	839.702
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	849.477	378.008
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	223.539	212.739
2.2 Facilidad de depósito	413.882	104.458
2.3 Depósitos a plazo	211.000	60.784
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1.056	27
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	2.423	2.808
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	79.726	79.792
5.1 Administraciones Públicas	65.590	71.685
5.2 Otros pasivos	14.137	8.107
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	156.876	47.703
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	4.546	1.995
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.027	14.346
8.1 Depósitos y otros pasivos	9.027	14.346
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	55.942	54.480
10 Otros pasivos	209.582	172.388
11 Cuentas de revalorización	394.013	331.510
12 Capital y reservas	82.978	79.479
Total pasivo	2.733.267	2.002.210

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en 2011. En la sección «Marco jurídico» del sitio web del BCE pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial.

Número	Título	Publicación
BCE/2011/1	Recomendación del Banco Central Europeo, de 25 de febrero de 2011, al Consejo de la Unión Europea, sobre el auditor externo del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	DO C 67, 2.3.2011, p. 1
BCE/2011/2	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de marzo de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/2 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)	DO L 86, 1.4.2011, p. 75
BCE/2011/3	Orientación del Banco Central Europeo, de 18 de marzo de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2004/18 sobre la adquisición de billetes en euros	DO L 86, 1.4.2011, p. 77
BCE/2011/4	Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de marzo de 2011, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado irlandés	DO L 94, 8.4.2011, p. 33
BCE/2011/5	Decisión del Banco Central Europeo, de 20 de abril de 2011, sobre la selección de los proveedores del servicio de red de TARGET2-Securities	DO L 134, 21.5.2011, p. 22
BCE/2011/6	Decisión del Banco Central Europeo, de 9 de mayo de 2011, por la que se modifica la Decisión BCE/2004/3 relativa al acceso público a los documentos del BCE	DO L 158, 16.6.2011, p. 37
BCE/2011/7	Recomendación del Banco Central Europeo, de 9 de junio de 2011, al Consejo de la Unión Europea, sobre los auditores externos del Oesterreichische Nationalbank	DO C 174, 15.6.2011, p. 6
BCE/2011/8	Decisión del Banco Central Europeo, de 21 de junio de 2011, sobre los procedimientos de acreditación medioambiental y de seguridad e higiene para la producción de billetes en euros	DO L 176, 5.7.2011, p. 52
BCE/2011/9	Orientación del Banco Central Europeo, de 30 de junio de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2008/8 sobre la recopilación de datos relativos al euro y sobre el funcionamiento del Sistema de Información sobre la Moneda 2	DO L 217, 23.8.2011, p. 1
BCE/2011/10	Decisión del Banco Central Europeo, de 7 de julio de 2011, sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables emitidos o garantizados por el Estado portugués	DO L 182, 12.7.2011, p. 31
BCE/2011/11	Recomendación del Banco Central Europeo, de 25 de agosto de 2011, al Consejo de la Unión Europea, sobre el auditor externo del Banco de Portugal	DO C 258, 2.9.2011, p. 1

Número	Título	Publicación
BCE/2011/12	Reglamento del Banco Central Europeo, de 25 de agosto de 2011, por el que se modifica el Reglamento BCE/2008/32 relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias	DO L 228, 3.9.2011, p. 13
BCE/2011/13	Orientación del Banco Central Europeo, de 25 de agosto de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/9 sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros	DO L 228, 3.9.2011, p. 37
BCE/2011/14	Orientación del BCE, de 20 de septiembre de 2011, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema (refundición)	DO L 331, 14.12.2011, p. 1
BCE/2011/15	Orientación del Banco Central Europeo, de 14 de octubre de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/2 sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)	DO L 279, 26.10.2011, p. 5
BCE/2011/16	Decisión del Banco Central Europeo, de 31 de octubre de 2011, por la que se modifica la Decisión BCE/2010/15 sobre la administración de los préstamos de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera a Estados miembros cuya moneda es el euro, así como la Decisión BCE/2010/31 sobre la apertura de cuentas para procesar pagos relacionados con préstamos de la EFSF a Estados miembros cuya moneda es el euro	DO L 289, 8.11.2011, p. 35
BCE/2011/17	Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de noviembre de 2011, sobre la ejecución del segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	DO L 297, 16.11.2011, p. 70
BCE/2011/18	Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de noviembre de 2011, por la que se modifica la Decisión BCE/2010/23 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro	DO L 319, 2.12.2011, p. 116
BCE/2011/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 15 de noviembre de 2011, por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7 relativa a las condiciones de TARGET2-ECB	DO L 303, 22.11.2011, p. 44
BCE/2011/20	Decisión del Banco Central Europeo, de 16 de noviembre de 2011, por la que se establecen normas y procedimientos detallados para la aplicación de los criterios de acceso de los depositarios centrales de valores a los servicios de TARGET2-Securities	DO L 319, 2.12.2011, p. 117
BCE/2011/21	Decisión del Banco Central Europeo, de 1 de diciembre de 2011, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2012	DO L 324, 7.12.2011, p. 37
BCE/2011/22	Recomendación del Banco Central Europeo, de 9 de diciembre de 2011, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del De Nederlandsche Bank	DO C 367, 16.12.2011, p. 1

Número	Título	Publicación
BCE/2011/23	Orientación del Banco Central Europeo, de 9 de diciembre de 2011, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas exteriores (refundición)	DO L 65, 3.3.2012, p. 1
BCE/2011/24	Recomendación del Banco Central Europeo, de 9 de diciembre de 2011, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas exteriores	DO C 64, 3.3.2012, p. 1
BCE/2011/25	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2011, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía	DO L 341, 22.12.2011, p. 65
BCE/2011/26	Reglamento (UE) n° 1358/2011 del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento BCE/2003/9 relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/2003/9)	DO L 338, 22.12.2011, p. 51
BCE/2011/27	Orientación del Banco Central Europeo, de 21 de diciembre de 2011, por la que se modifica la Orientación BCE/2010/20 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 19, 24.1.2012, p. 37

DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes adoptados por el BCE en 2011 y principios de 2012 de conformidad con el apartado 4 del artículo 127 y el apartado 5 del artículo 282 del Tratado y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC. En la sección «Marco jurídico» del sitio web del BCE pueden consultarse todos los dictámenes adoptados por el BCE desde su creación.

a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas

Número ¹	Origen y asunto	Publicación
CON/2011/1	Consejo – Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones	DO C 57, 23.2.2011, p. 1
CON/2011/6	Consejo – Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 98/78/CE, 2002/87/CE y 2006/48/CE en lo relativo a la supervisión adicional de las entidades financieras que formen parte de un conglomerado financiero	DO C 62, 26.2.2011, p. 1
CON/2011/8	Consejo – Recomendación de decisión del Consejo sobre las modalidades de renegociación del convenio monetario con el Principado de Mónaco	DO C 60, 25.2.2011, p. 1
CON/2011/12	Consejo – Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los sistemas de garantía de depósitos (refundición) y sobre una propuesta de directiva por la que se modifica la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores	DO C 99, 31.3.2011, p. 1
CON/2011/13	Consejo – Reforma del gobierno económico de la Unión Europea	DO C 150, 20.5.2011, p. 1
CON/2011/16	Consejo Europeo – Recomendación del Consejo sobre el nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del BCE	DO C 74, 8.3.2011, p. 1
CON/2011/17	Consejo – Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago	DO C 91, 23.3.2011, p. 1
CON/2011/18	Consejo – Propuesta de reglamento del Consejo relativo a los valores nominales y las especificaciones técnicas de las monedas en euros destinadas a la circulación (texto codificado)	DO C 114, 12.4.2011, p. 1
CON/2011/22	Consejo – Recomendación de decisión del Consejo sobre las modalidades de negociación de un acuerdo monetario con la República Francesa, que actuará por cuenta de la colectividad de ultramar francesa de San Bartolomé	DO C 213, 20.7.2011, p. 16
CON/2011/24	Consejo Europeo – Proyecto de decisión del Consejo Europeo que modifica el artículo 136 del Tratado de funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro	DO C 140, 11.5.2011, p. 8

1 Las consultas se enumeran en el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

Número ¹	Origen y asunto	Publicación
CON/2011/32	Consejo – Propuesta de reglamento por el que se establecen requisitos técnicos para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros	DO C 155, 25.5.2011, p. 1
CON/2011/42	Consejo – Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2009/138/CE en lo que respecta a los poderes de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y de la Autoridad Europea de Valores y Mercados	DO C 159, 28.5.2011, p. 10
CON/2011/44	Consejo – Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Unión Europea	DO C 203, 9.7.2011, p. 3
CON/2011/48	Consejo Europeo – Recomendación del Consejo sobre el nombramiento del presidente del Banco Central Europeo	DO C 182, 23.6.2011, p. 6
CON/2011/56	Consejo – Propuesta de decisión del Consejo sobre la firma y la celebración del acuerdo monetario entre la Unión Europea y la República Francesa relativo al mantenimiento del euro en San Bartolomé como consecuencia de la modificación de su estatuto con respecto a la Unión Europea	DO C 213, 20.7.2011, p. 21
CON/2011/58	Consejo – Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los contratos de crédito para bienes inmuebles de uso residencial	DO C 240, 18.8.2011, p. 3
CON/2011/65	Parlamento Europeo y Consejo – Propuesta de reglamento relativo a la emisión de monedas en euros y sobre una propuesta de reglamento relativo a los valores nominales y las especificaciones técnicas de las monedas en euros destinadas a la circulación	DO C 273, 16.9.2011, p. 2
CON/2011/77	Consejo Europeo – Recomendación del Consejo sobre el nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del BCE	DO C 301, 12.10.2011, p. 2
CON/2011/100	Consejo Europeo – Recomendación del Consejo sobre el nombramiento de un miembro del Comité Ejecutivo del BCE	DO C 364, 14.12.2011, p. 7
CON/2012/5	Consejo – Propuesta de directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión y propuesta de reglamento sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión	No publicado aún en el <i>Diario Oficial de la Unión Europea</i>

b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros y dictámenes emitidos por iniciativa propia en relación con la legislación de un Estado miembro²

Número ¹	Origen y asunto
CON/2011/2	Chipre – Competencia sancionadora de la Bolsa de Chipre
CON/2011/3	Eslovenia – Reforma de la Ley bancaria
CON/2011/4	Polonia – Fondos de inversión de capital fijo que emiten certificados de inversión no públicos
CON/2011/5	Bélgica – Aplicación de los principios para el desarrollo de las estructuras de supervisión financiera de Bélgica
CON/2011/7	Lituania – Reforma del régimen de las operaciones de política monetaria nacional para su mayor armonización con el del Eurosistema
CON/2011/9	Polonia – Reforma de la Constitución de Polonia en relación con la adopción del euro
CON/2011/10	Italia – Participación de Italia en los programas del Fondo Monetario Internacional en respuesta a la crisis financiera
CON/2011/11	Polonia – Inclusión de las cooperativas de crédito en las ayudas del Tesoro Público a instituciones financieras
CON/2011/14	Lituania – Modificaciones en la legislación sobre la firmeza de la liquidación y sobre acuerdos de garantía financiera
CON/2011/15	Rumanía – Reforma de la legislación del fondo de garantía de depósitos
CON/2011/19	Francia – Recirculación de billetes en euros
CON/2011/20	Bélgica – Registro central de crédito a empresas
CON/2011/21	España – Reforzamiento del sistema financiero
CON/2011/23	Polonia – Servicios de pago
CON/2011/25	Eslovenia – Prevención de la mora en los pagos
CON/2011/26	Rumanía – Reforma de la legislación sobre firmeza de la liquidación y acuerdos de garantía financiera
CON/2011/27	Chipre – Legislación relativa a los bonos garantizados
CON/2011/28	Bélgica – Supresión de la función del Nationale Bank van België/Ba Nationale de Belgique de depositario central de protestos
CON/2011/29	Chipre – Impuesto especial para bancos y sobre la creación de un fondo independiente de estabilidad financiera
CON/2011/30	Bélgica – Financiación del registro central de números de cuentas bancarias
CON/2011/31	Eslovenia – Impuesto sobre el valor total del balance bancario

² En diciembre de 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a solicitud de las autoridades nacionales se publicaran, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

Número ¹	Origen y asunto
CON/2011/33	Hungría – Proyecto de Constitución en lo referente al Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/34	Grecia – Régimen jurídico del fondo de préstamos y consignaciones y reforma del programa de mejora de la liquidez de la economía griega en respuesta a la crisis financiera internacional
CON/2011/35	Rumanía – Procedimiento de gestión del riesgo de liquidación de sistemas de liquidación netos
CON/2011/36	Grecia – Reforma de los estatutos del Bank of Greece
CON/2011/37	Países Bajos – Reforzamiento del gobierno del De Nederlandsche Bank y la Autoridad de los mercados financieros
CON/2011/38	Austria – Reforma de la estructura de gobierno del Oesterreichische Nationalbank
CON/2011/39	Irlanda – Medidas de recuperación y resolución para entidades de crédito
CON/2011/40	Eslovenia – Modificación de las normas de registro de los activos financieros
CON/2011/41	Bélgica – Reforma de la legislación sobre firmeza de la liquidación y acuerdos de garantía financiera
CON/2011/43	Malta – Varias modificaciones de la Ley del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta
CON/2011/45	Dinamarca – Introducción de un sistema de compensación para entidades bancarias en dificultades
CON/2011/46	Lituania – Reforma de la supervisión de los mercados financieros en Lituania
CON/2011/47	Letonia – Nuevas disposiciones legislativas sobre el registro de créditos
CON/2011/49	Eslovaquia – Funciones del Národná banka Slovenska en materia de supervisión financiera y crédito al consumo
CON/2011/50	Bulgaria – Estructura de capital y gestión del depositario central
CON/2011/51	República Checa – Circulación de billetes y monedas
CON/2011/52	Bulgaria – Obligaciones de intercambio de información y cooperación entre las autoridades supervisoras nacionales
CON/2011/53	Hungría – Organismo público de auditoría de Hungría en relación con su labor respecto del Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/54	España – Transacciones transfronterizas
CON/2011/55	Eslovenia – Armonización de la legislación relativa a TARGET2-Securities y facultades sancionadoras del Banka Slovenije respecto de los servicios de inversión
CON/2011/57	Polonia – Conversión de las sucursales de entidades de crédito extranjeras en filiales

Número ¹	Origen y asunto
CON/2011/59	Hungria – Reciclaje de efectivo y protección del dinero de curso legal nacional y extranjero contra la falsificación
CON/2011/60	Países Bajos – Medidas de intervención que pueden adoptarse en situaciones de crisis respecto de instituciones financieras en dificultades
CON/2011/61	Eslovenia – Reforma de la ley de prevención de la mora en los pagos
CON/2011/62	Polonia – Reforma del régimen jurídico de los sistemas de pago y de compensación y liquidación
CON/2011/63	Polonia – Introducción de las cuentas combinadas en el régimen jurídico de los sistemas de compensación y liquidación
CON/2011/64	Bélgica – Protección frente a la falsificación de moneda y mantenimiento de la calidad de la circulación fiduciaria
CON/2011/66	Eslovaquia – Gravamen especial sobre las instituciones financieras que operan en Eslovaquia
CON/2011/67	Lituania – Sujeción de las entidades de crédito a requisitos para una concesión de préstamos responsable
CON/2011/68	Italia – Ratificación por Italia de una enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional y un aumento de cuota
CON/2011/69	Irlanda – Nuevas medidas de refuerzo de la supervisión y de la aplicación de la regulación financiera
CON/2011/70	Eslovenia – Autorización para actuar como miembro del consejo de supervisión de un banco
CON/2011/71	Bélgica – Clases de intermediarios autorizados a mantener cuentas de valores desmaterializados denominadas en moneda o unidades de cuenta extranjeras
CON/2011/72	Grecia – Reforma del régimen griego de resolución de entidades de crédito
CON/2011/73	Rumanía – Estadísticas y mercados de dinero interbancario y de valores del Estado gestionados por la Banca Națională a României, y régimen cambiario y de reservas mínimas
CON/2011/74	Rumanía – Concesión de préstamos a personas físicas
CON/2011/75	República checa – Reservas mínimas
CON/2011/76	Iniciativa propia – Reforma del sistema de garantía de depósitos de los Países Bajos
CON/2011/78	Eslovenia – Sanciones relativas a la protección del euro contra la falsificación
CON/2011/79	Bélgica – Aval estatal sobre determinados préstamos concedidos a Dexia SA y Dexia Crédit Local SA
CON/2011/80	Eslovaquia – Registro de estados financieros

Número ¹	Origen y asunto
CON/2011/81	Eslovenia – Modificación de las normas aplicables a los bonos hipotecarios y municipales en Eslovenia
CON/2011/82	Luxemburgo – Aval estatal sobre determinados préstamos concedidos a Dexia SA y Dexia Crédit Local SA
CON/2011/83	Portugal – Medidas de intervención temprana y modificaciones al régimen de resolución y liquidación de las entidades de crédito e instituciones financieras sujetas a supervisión por el Banco de Portugal
CON/2011/84	Irlanda – Medidas de recuperación y resolución para entidades de crédito
CON/2011/85	Francia – Aval estatal sobre determinados préstamos concedidos a Dexia SA y Dexia Crédit Local SA
CON/2011/86	Rumanía – Medidas de estabilización y “bancos puente”
CON/2011/87	Hungría – Hipotecas en moneda extranjera y contratos de crédito para inmuebles de uso residencial
CON/2011/88	Irlanda – Ampliación del aval del Estado irlandés a los pasivos admisibles de entidades de crédito
CON/2011/89	Portugal – Pago por el Banco de Portugal de un incremento de la cuota de Portugal en el Fondo Monetario Internacional
CON/2011/90	Dinamarca – Garantía por pérdidas relativa a un sistema de compensación ampliado
CON/2011/91	Lituania – Modificación de las normas de distribución de beneficios del Lietuvos banka
CON/2011/92	Alemania – Protección contra la falsificación y mantenimiento de la calidad del efectivo en circulación
CON/2011/93	Chipre – Gestión de las crisis financieras y constitución de un fondo de estabilidad financiera independiente
CON/2011/94	Italia – Protección contra la falsificación y mantenimiento de la calidad del efectivo en circulación
CON/2011/95	Portugal – Recapitalización de entidades de crédito por el Estado
CON/2011/96	Eslovaquia – Responsabilidad fiscal
CON/2011/97	Estonia – Representación y pago de cuotas al Fondo Monetario Internacional
CON/2011/98	Bélgica – Legislación aplicable a la financiación del registro central de números de cuentas bancarias
CON/2011/99	Lituania – Revisión de las modificaciones a las normas de distribución de beneficios del Lietuvos bankas
CON/2011/101	Finlandia – Legislación de los mercados de valores

Número ¹	Origen y asunto
CON/2011/102	Rumanía – Pago del incremento de la cuota de Rumanía en el Fondo Monetario Internacional
CON/2011/103	Bélgica – Creación y financiación de un fondo de resolución y modificación del cálculo de las aportaciones al sistema de garantía de depósitos
CON/2011/104	Hungria – Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/105	Malta – Autenticación de las monedas de euros y tratamiento de las monedas de euros no aptas para la circulación, e imposición de medidas administrativas y sanciones
CON/2011/106	Iniciativa propia – Hungría – Independencia del Magyar Nemzeti Bank
CON/2011/107	Grecia – Modificaciones del régimen de resolución de entidades de crédito
CON/2012/1	Chipre – Salarios de los funcionarios públicos
CON/2012/2	Alemania – Medidas para la estabilización del mercado financiero
CON/2012/3	Luxemburgo – Valores desmaterializados
CON/2012/4	Italia – Sistema de garantías para los pasivos de los bancos italianos y canje de billetes en liras
CON/2012/6	Irlanda – Reformas de las pensiones en el sector público

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 18 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de

depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. 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 2 % y el 0,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25%, 2% y 0,50%, respectivamente.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales

de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25%, 2% y 0,50%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. 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 2,25% y el 0,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50%, 2,25% y 0,75%, respectivamente. También decide adoptar varias medidas para hacer frente al recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, decide que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5%, 2,25% y 0,75%, respectivamente.

6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5%, 2,25% y 0,75%, respectivamente. También acuerda los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012; concretamente, ejecutar dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decide iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

8 DE DICIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de diciembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con un vencimiento aproximado de tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1%, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

12 DE ENERO, 9 DE FEBRERO Y 8 DE MARZO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ¹

Para más detalles sobre las operaciones de inyección de liquidez efectuadas por el Eurosistema en 2011, véase la sección «Open market operations» en el sitio web del BCE.

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS

3 DE MARZO DE 2011

El BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se liquidarán entre el 13 de abril y el 12 de julio de 2011.

31 DE MARZO DE 2011

El BCE anuncia la suspensión del umbral de calificación crediticia para los instrumentos de renta fija del Gobierno irlandés.

9 DE JUNIO DE 2011

EL BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se liquidarán entre el 13 de julio y el 11 de octubre de 2011.

7 DE JULIO DE 2011

EL BCE anuncia la modificación de los criterios de admisión de los instrumentos de renta fija emitidos o garantizados por el Gobierno portugués.

4 DE AGOSTO DE 2011

EL BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se liquidarán entre el 12 de octubre y el 17 de enero de 2012.

6 DE OCTUBRE DE 2011

EL BCE anuncia un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados y los detalles de las operaciones de financiación que se ejecutarán desde octubre de 2011 hasta el 10 de julio de 2012.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

EL BCE anuncia detalles sobre su nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados.

8 DE DICIEMBRE DE 2011

EL BCE anuncia medidas para apoyar el crédito bancario y la actividad en el mercado monetario.

16 DE DICIEMBRE DE 2011

El BCE anuncia dos operaciones de ajuste de provisión de liquidez a un día.

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN MONEDAS DISTINTAS DEL EURO Y ACUERDOS CON OTROS BANCOS CENTRALES

29 DE JUNIO DE 2011

El BCE anuncia la prolongación de las operaciones de provisión de liquidez en dólares.

25 DE AGOSTO DE 2011

El BCE anuncia la prolongación del acuerdo de provisión de liquidez con el Banco de Inglaterra.

15 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El BCE anuncia operaciones adicionales de provisión de liquidez en dólares con vencimiento posterior al fin de año.

30 DE NOVIEMBRE DE 2011

Medidas coordinadas de los bancos centrales para hacer frente a las presiones en los mercados monetarios mundiales.

¹ Las fechas se refieren al día de publicación del anuncio.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos y material informativo sobre diversos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para recibir copia impresa de las publicaciones o realizar suscripciones gratuitamente, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu

GLOSARIO

En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En el sitio web del BCE puede consultarse un glosario más completo y detallado.

Activos de garantía: activos pignorados o transferidos (por ejemplo, por las **entidades de crédito** a los bancos centrales) como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos (por ejemplo, por las entidades de crédito a los bancos centrales) mediante **cesiones temporales**.

Administración Central: la administración según se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, pero excluyendo las administraciones regionales y locales (véase también **Administraciones Públicas**).

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

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): diferencia entre el saldo presupuestario de las **Administraciones Públicas** (**déficit** o superávit) y las variaciones de la **deuda**.

Análisis económico: uno de los pilares del marco del BCE 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 BCE para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, dada la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento de una amplia gama de indicadores monetarios, incluidos **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase también **análisis económico**).

Balanza de pagos: 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).

Base de reservas: suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Cesión temporal: proceso para obtener financiación mediante la venta de un activo (normalmente, un valor de renta fija) y la recompra posterior de ese mismo activo en una fecha especificada y a un precio determinado ligeramente más alto (que refleja el tipo de interés de la operación de financiación).

Comité Económico y Financiero (CEF): comité que contribuye a preparar el trabajo del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. Entre sus tareas se incluye efectuar el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la UE, y contribuir a la vigilancia presupuestaria.

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

Consejo ECOFIN: término utilizado con frecuencia para referirse al **Consejo de la Unión Europea** reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

Consejo Europeo: institución de la UE integrada por los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros de la UE y, como miembros sin derecho de voto, por el presidente de la Comisión Europea y el presidente del propio Consejo Europeo. Brinda a la Unión Europea el impulso necesario para su desarrollo y define las direcciones y las prioridades políticas generales. No ejerce funciones legislativas.

Consejo General: uno de los órganos rectores del BCE, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**.

Consejo de Gobierno: órgano rector supremo del BCE. Está compuesto por todos los miembros del **Comité Ejecutivo** del BCE y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro.

Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE): institución de la UE compuesta por representantes de los Gobiernos de los Estados miembros de la UE, normalmente los ministros responsables de los temas que se van a tratar y el Comisario Europeo correspondiente (véase también **Consejo ECOFIN**).

Déficit (Administraciones Públicas): necesidad de financiación de las **Administraciones Públicas**, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflactor del PIB: producto interior bruto (PIB) expresado en precios corrientes (PIB nominal) dividido por el PIB en volumen (PIB real). También se conoce como deflactor de precios implícito del PIB.

Depositorio Central de Valores (DCV): entidad que i) permite que las operaciones con valores se procesen y liquiden mediante anotaciones en cuenta, ii) presta servicios de custodia (por ejemplo, la administración de los derechos corporativos y las amortizaciones) y iii) desempeña un papel activo en garantizar la integridad de las emisiones de valores. En un DCV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, que solo existen como anotaciones en cuenta).

Deuda (Administraciones Públicas): deuda bruta total (efectivo y depósitos, préstamos y valores de renta fija) a su valor nominal que permanece viva a fin de año, y que está consolidada entre los sectores de las **Administraciones Públicas** y dentro de ellos.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de contrapartida central (ECC): entidad que se interpone en uno o más mercados entre las contrapartes de los contratos negociados, que actúa de comprador frente a todos los vendedores, y de vendedor frente a todos los compradores y, por tanto, garantiza el cumplimiento de los contratos vivos.

Entidad de crédito: empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia.

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 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 afectada significativamente.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. El **Consejo de Gobierno** define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Estrategia Europa 2020: estrategia de la UE para el empleo y para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador. Se adoptó en el **Consejo Europeo** de junio de 2010. Basándose en la anterior estrategia de Lisboa, pretende proporcionar un marco coherente para que los Estados miembros de la UE acometan reformas estructurales destinadas a aumentar el potencial de crecimiento y para movilizar las políticas y los instrumentos de la UE.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta, facilitado por un panel de bancos, al que las principales entidades de crédito están dispuesta a prestarse fondos en euros y que se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurogrupo: reunión de carácter informal de los ministros de Economía y Hacienda de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro. Su estatus se reconoce en el artículo 137 del **Tratado** y en el Protocolo nº 14. La Comisión Europea y el BCE son invitados regularmente a participar en sus reuniones.

Eurosistema: sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro.

Exigencias de reservas: reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Eurosistema** durante un **período de mantenimiento** predeterminado. El cumplimiento de las exigencias se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: **facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN. Dichos depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase también **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF): sociedad anónima constituida por los Estados miembros de la **zona del euro**, sobre una base intergubernamental, para conceder préstamos a los países de la zona del euro que atravesasen dificultades financieras. Tal ayuda financiera está sometida a condiciones estrictas en el marco de los programas conjuntos de la UE y el FMI. La FEEF tiene capacidad efectiva para prestar 440 mm de euros, y sus préstamos se financian mediante la emisión de deuda, garantizada de forma prorrateada por los países de la zona del euro.

Facilidad marginal de crédito: **facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase también **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento de crédito del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición propia. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes a un día: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

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 BCN 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 como contrapartida de los billetes en circulación y de los depósitos de las **entidades de crédito**.

IFM (instituciones financieras monetarias): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluyen el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE) y todas las demás instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del **mercado monetario**, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del BCE.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (se supone que, en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Incluye acciones y otras participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con operaciones entre empresas relacionadas.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS): órgano independiente de la UE responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. Contribuye a la prevención o mitigación de los **riesgos sistémicos** para la **estabilidad financiera** que se originan por circunstancias en la evolución del sistema financiero, teniendo en cuenta la evolución macroeconómica, con el fin de evitar períodos de tensiones financieras generalizadas.

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y en la **Administración Central** (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende **M1**, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y en la **Administración Central**.

M3: agregado monetario amplio que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** hasta dos años emitidos por las **IFM**.

Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE): organización intergubernamental establecida por los países de la **zona del euro** con arreglo al Tratado por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad. Ofrece un mecanismo permanente de gestión de crisis que prestará apoyo financiero a los países de la zona del euro si se determina que es indispensable para salvaguardar la **estabilidad financiera** en el conjunto de la zona. Se prevé que el MEDE entre en funcionamiento el 1 de julio de 2012. Sustituirá a la **Facilidad Europea de Estabilización Financiera** y al **Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera**, e inicialmente tendrá capacidad efectiva para prestar 500 mm de euros. Los préstamos del MEDE estarán sometidos a condiciones estrictas.

Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF): mecanismo de la UE, basado en el apartado 2 del artículo 122 del **Tratado**, que permite a la Comisión Europea recaudar hasta 60 mm de euros a favor de la UE para concederlo en préstamo a los Estados miembros de la UE que estén atravesando, o en riesgo de atravesar, circunstancias excepcionales más allá de su control. Los préstamos del MEEF están sometidos a condiciones estrictas respecto a los programas conjuntos de la UE y el FMI.

Medidas no convencionales: medidas de carácter temporal adoptadas por el BCE para apoyar la efectividad de las decisiones de tipos de interés y su transmisión a la economía de la **zona del euro** en su conjunto, en un contexto de mal funcionamiento de algunos segmentos del mercado financiero y del sistema financiero en general.

Mercado 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.

Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC): mecanismo establecido por el **Sistema Europeo de Banco Centrales** con el objeto de que las **entidades de contrapartida**

puedan utilizar los **activos de garantía** en un ámbito transfronterizo. En el MCBC, los BCN actúan como custodios unos de otros, lo que significa que cada BCN abre una cuenta de valores para cada uno de los otros BCN y para el BCE.

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 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).

Negociación OTC: negociación que no se realiza en un mercado regulado. Los participantes en los mercados OTC, como los de derivados OTC, negocian directamente entre sí, generalmente a través de conexión telefónica o informática.

Operación de ajuste: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. La periodicidad y el vencimiento de estas operaciones no están normalizados.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de crédito con vencimiento superior a una semana realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante el período de turbulencias en los mercados financieros que comenzó en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un **período de mantenimiento** y 36 meses, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del **Eurosistema** pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación**, **operaciones de financiación a plazo más largo**, **operaciones de ajuste** y operaciones estructurales. En cuanto a los instrumentos utilizados, las **operaciones temporales** constituyen el primer instrumento de mercado abierto del Eurosistema y pueden emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las operaciones estructurales pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las operaciones de ajuste pueden emplearse operaciones simples, *swaps* de divisas y la captación de depósitos a plazo fijo.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

OIF (otros intermediarios financieros): sociedades y cuasisociedades, a excepción de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos y/o los sustitutos próximos de los depósitos procedentes de unidades institucionales que no son **IFM**. En concreto, son sociedades que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo, como las sociedades de arrendamiento financiero, los fondos de titulización, las sociedades holding, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros (cuando negocian por cuenta propia) y las sociedades de capital riesgo.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en los Estados miembros de la UE, con el fin de fortalecer las condiciones para conseguir la **estabilidad de precios** y un crecimiento fuerte y sostenido que conduzca a la creación de empleo. A este fin, el Pacto recomienda unos objetivos presupuestarios a medio plazo para los Estados miembros y contiene especificaciones concretas relativas al **procedimiento de déficit excesivo**. El Pacto consta de la Resolución del **Consejo Europeo** de Ámsterdam de 17 de junio de 1997 sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y tres 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, 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, y el Reglamento (UE) nº 1173/2011, de 16 de noviembre de 2011, sobre la ejecución efectiva de la supervisión presupuestaria en la zona del euro. 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 los días 22 y 23 de marzo de 2005. También lo complementa un 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.

Período de mantenimiento: período para el que 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 BCE publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

Procedimiento de déficit excesivo: la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 126 y desarrollada en el Protocolo nº 12 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los Estados miembros de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios a los que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse tras la observación de que los requisitos sobre el saldo presupuestario o la **deuda pública** no se han cumplido. El artículo 126 se complementa con el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Producto interior bruto (PIB): medida de la actividad económica, en concreto, el valor de la producción total de bienes y servicios de una economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre los productos y las importaciones, en un período determinado. EL PIB puede desagregarse por componentes del producto, del gasto o de los ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final

de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, y las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP): programa del BCE, creado tras la decisión del **Consejo de Gobierno** de 7 de mayo de 2009, para la adquisición de bonos garantizados denominados en euros emitidos en la **zona del euro**, con el fin de proporcionar apoyo a un segmento concreto del mercado financiero que es importante para la financiación de las entidades de crédito y que se vio especialmente afectado por la crisis financiera. Las adquisiciones realizadas al amparo de este programa, cuyo importe nominal ascendió a 60 mm de euros, se dieron por finalizadas el 30 de junio de 2010. El 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno decidió poner en marcha un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP2), que permite al **Eurosistema** adquirir bonos garantizados denominados en euros, emitidos en la zona del euro, por un valor nominal previsto de 40 mm de euros, tanto en el mercado primario como en el secundario.

Programa para los mercados de valores (SMP): programa destinado a efectuar intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la **zona del euro** para asegurar la profundidad y la liquidez en algunos segmentos del mercado que presenten disfuncionalidades, con vistas a restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del BCE y constituyen, por tanto, uno de los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): proporción entre el **déficit** público y el **producto interior bruto** a precios corrientes de mercado. Es la referencia que utiliza uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del **Tratado** para determinar la existencia de un déficit excesivo (véase asimismo **procedimiento de déficit excesivo**). También se denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): proporción entre la **deuda** pública y el **producto interior bruto** a precios corrientes de mercado. Es la referencia que utiliza uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del **Tratado** para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Riesgo de crédito: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ni al vencimiento ni en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición y el riesgo de principal, así como el riesgo de incumplimiento de la entidad liquidadora.

Riesgo de liquidación: riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba, debido, generalmente, al incumplimiento por un participante de una o más de sus obligaciones de liquidación. Este riesgo incluye, en particular, riesgos operativos, **riesgos de crédito** y riesgos de liquidez.

Riesgo de mercado: riesgo de pérdidas (en posiciones tanto de balance como de fuera de balance) derivadas de variaciones de los precios de mercado.

Riesgo sistémico: riesgo de que la incapacidad de un participante de cumplir sus obligaciones de pago en un sistema dé lugar a que otros participantes tampoco puedan atender las suyas en el momento de su vencimiento, con efectos potenciales de contagio (por ejemplo, considerables problemas de liquidez o de crédito) que ponen en peligro la estabilidad del sistema financiero o la confianza en el mismo. Esa incapacidad de cumplir las obligaciones puede ser causada por problemas operativos o financieros.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el BCE y los BCN de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros cuya moneda no es el euro. Los órganos rectores del SEBC son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo** del BCE, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector del BCE.

Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95): sistema detallado e integrado de cuentas macroeconómicas basado en un conjunto de conceptos estadísticos, definiciones, clasificaciones y reglas contables acordados internacionalmente, que tiene por objeto realizar una descripción cuantitativa armonizada de las economías de los Estados miembros de la UE. El SEC 95 es la versión de la UE del Sistema de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas 1993 (SCN 93).

Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF): el grupo de instituciones encargadas de garantizar la supervisión del sistema financiero de la UE. Está integrado por la **Junta Europea de Riesgo Sistémico**, las tres Autoridades Europeas de Supervisión, el Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión y las autoridades nacionales de supervisión de los Estados miembros de la UE.

Sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que las órdenes de pago se procesan y liquidan una por una en tiempo real (véase también **TARGET**).

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la transferencia de valores, tanto libre de pago como contra pago (sistema de entrega contra pago).

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de liquidación bruta en tiempo real del **Eurosistema** para el euro. El sistema TARGET de primera generación fue reemplazado por **TARGET2** en mayo de 2008.

TARGET2: sistema **TARGET** de segunda generación. El sistema liquida pagos en euros en dinero de banco central, y funciona sobre la base de una plataforma compartida única a la que se envían todas las órdenes de pago para su procesamiento.

TARGET2-Securities (T2S): plataforma técnica única del **Eurosistema** que permite a los **depositarios centrales de valores** y a los BCN proporcionar servicios de liquidación de valores básicos, neutrales y sin fronteras, en dinero de banco central en Europa.

Tipo de cambio efectivo del euro (TCE) (nominal/real): media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El BCE publica los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro frente a dos

grupos de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los diez Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los diez socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de competitividad en términos de precios y costes.

Tipo mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**. Son los tipos de las **operaciones principales de financiación**, de la **facilidad marginal de crédito** y de la **facilidad de depósito**.

Titulización: agrupación de un conjunto de activos financieros, tales como préstamos hipotecarios para adquisición de viviendas, que posteriormente se transfiere a un fondo de titulización, que luego emite valores de renta fija para venderlos 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: salvo indicación en contrario, todas las referencias en este informe al «Tratado» se refieren al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y las referencias a los números de los artículos corresponden a la numeración vigente desde el 1 de diciembre de 2009.

Tratados: salvo indicación en contrario, todas las referencias en este informe a los «Tratados» se refieren tanto al **Tratado** de Funcionamiento de la Unión Europea como al Tratado de la Unión Europea.

Tratado de Lisboa: modifica los dos Tratados fundamentales de la UE: el Tratado de la Unión Europea y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea. Este último ha pasado a denominarse Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Tratado de Lisboa fue firmado en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 y entró en vigor el 1 de diciembre de 2009.

Tratamiento automatizado de principio a fin: tratamiento automatizado de toda la cadena de una operación/pago, incluyendo, en su caso, la tramitación automatizada de la confirmación, el case y la generación de órdenes de pago y su compensación y liquidación.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro, y a la política monetaria única de la **zona del euro**, así como a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE. Este proceso, conforme a lo establecido en el **Tratado**, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al BCE 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 interanual de M3 es el 4,5%.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (el 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 específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa, acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (por ejemplo, una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como a partir de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: zona formada por los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro y en la que se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del BCE. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

ISSN 1561-4522



9 771561 452003