



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

INFORME ANUAL 2009

2009

2009

2009

EZB EKT EKP

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

2009

BANCO CENTRAL EUROPEO

INFORME ANUAL
2009





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



INFORME ANUAL 2009

En el año 2010,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 500 euros.

© Banco Central Europeo, 2010

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main,
Alemania

Dirección postal

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main,
Alemania

Teléfono

+49 69 1344 0

Internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

*Fotógrafos:
ISOCHRON.com
Martin Joppen
KingAir Luftfoto
Robert Metsch*

La recepción de datos para elaborar este Informe se ha cerrado el 26 de febrero de 2010.

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

ÍNDICE

PRÓLOGO	11	3 BILLETES Y MONEDAS	130
CAPÍTULO I		3.1 Circulación de billetes y monedas y manejo del efectivo	130
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y POLÍTICA		3.2 Falsificación de billetes y disuasión de falsificaciones	131
MONETARIA		3.3 Producción y emisión de billetes	133
1 DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA	20	4 ESTADÍSTICAS	135
2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA		4.1 Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	135
Y ECONÓMICA	28	4.2 Otras innovaciones estadísticas	136
2.1 Entorno macroeconómico mundial	28	4.3 Necesidades estadísticas resultantes de la crisis financiera	137
2.2 Evolución monetaria y financiera	37	5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA	138
2.3 Evolución de los precios y costes	65	5.1 Prioridades de investigación y resultados alcanzados	138
2.4 Producto, demanda y mercado de trabajo	73	5.2 Difusión de la investigación: publicaciones y conferencias	140
2.5 Evolución de las finanzas públicas	84	6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES	142
2.6 Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	95	6.1 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	142
3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA		6.2 Funciones consultivas	142
EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE		6.3 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo de la Unión Europea	147
NO PERTENECIENTES A LA ZONA		6.4 Servicios de gestión de reservas del Eurosistema	147
DEL EURO	100	CAPÍTULO 3	
CAPÍTULO 2		ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS	
OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO		1 ESTABILIDAD FINANCIERA	152
BANCO CENTRAL		1.1 Seguimiento de la estabilidad financiera	152
1 OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA,		1.2 Mecanismos de estabilidad financiera	154
OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES		2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN	
DE INVERSIÓN	112	FINANCIERAS	156
1.1 Operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes	112	2.1 Cuestiones Generales	156
1.2 Operaciones en divisas y operaciones con otros bancos centrales	119	2.2 Sector bancario	158
1.3 Programa de adquisiciones de bonos garantizados	120	2.3 Valores	159
1.4 Actividades de inversión	121	2.4 Contabilidad	160
2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN			
DE VALORES	124		
2.1 El sistema TARGET2	124		
2.2 TARGET2-Securities	126		
2.3 Procedimientos de liquidación de los activos de garantía	128		

3 INTEGRACIÓN FINANCIERA	162	CAPÍTULO 7	162
4 VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO		MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES	
4.1 Sistemas de grandes pagos en euros y proveedores de servicios de infraestructuras	167	1 ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE	200
4.2 Sistemas e instrumentos de pequeños pagos	169	1.1 Eurosistema y Sistema Europeo de Bancos Centrales	200
4.3 Compensación y liquidación de valores y derivados	170	1.2 Consejo de Gobierno	201
4.4 Otras actividades	173	1.3 Comité Ejecutivo	204
		1.4 Consejo General	206
		1.5 Comités del Eurosistema/ SEBC, Comité de Presupuestos, Conferencia de Recursos Humanos y Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema	207
CAPÍTULO 4		1.6 Gobierno corporativo	208
ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES		2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE	212
I ASUNTOS EUROPEOS	176	2.1 Gestión de los Recursos Humanos	212
1.1 Cuestiones de política económica	176	2.2 Relaciones con el personal y diálogo social	214
1.2 Aspectos institucionales	179	2.3 Nueva sede del BCE	214
1.3 Evolución y relaciones con los países candidatos a la UE	180	2.4 Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema	214
2 ASUNTOS INTERNACIONALES	181	2.5 Aspectos medioambientales	215
2.1 Aspectos más destacados de la evolución del sistema monetario y financiero internacional	181	2.6 Gestión de los servicios de Tecnologías de la Información	215
2.2 Cooperación con países no pertenecientes a la UE	185	3 CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS	216
CAPÍTULO 5		4 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC	217
RENDICIÓN DE CUENTAS		5 CUENTAS ANUALES DEL BCE	218
I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO	190	Informe de gestión del ejercicio 2009	219
2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO	191	Balance a 31 de diciembre de 2009	224
		Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2009	226
CAPÍTULO 6		Normativa contable	227
COMUNICACIÓN EXTERNA		Notas al balance	233
I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN	194	Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	247
2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN	195	Informe del auditor externo	251
		Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	255

6 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2009	256	Gráfico B Crédito a residentes en la zona del euro	45
ANEXOS	259	4 Evaluación de la transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE a los principales tipos de interés de los préstamos de las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro	58
INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE	260	Gráfico A Tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras y EURIBOR a tres meses	59
DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE	263	Gráfico B Tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras y tipo <i>swap</i> a siete años	59
CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA	271	Cuadro Transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos basada en un modelo de corrección del error	61
PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ	275	Gráfico C Variaciones acumuladas observadas y previstas en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos entre octubre de 2008 y diciembre de 2009	61
DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2009	280	5 Evolución del empleo en la zona del euro en 2009	81
GLOSARIO	286	Gráfico A Crecimiento del PIB y del empleo en la zona del euro	81
LISTA DE RECUADROS		Gráfico B Crecimiento del empleo y contribuciones por sectores en la zona del euro	81
1 Refuerzo del apoyo al crédito en momentos de perturbaciones financieras	21	Gráfico C Crecimiento del empleo en algunos colectivos	82
2 La desaceleración del comercio mundial	30	Gráfico D Crecimiento de las horas trabajadas en la zona del euro y contribuciones	82
Gráfico A Comercio y actividad mundiales y exportaciones de bienes de la zona del euro	30		
Gráfico B Índice de integración vertical de las cadenas de producción mundiales	31		
Gráfico C Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro, por producto	32		
Gráfico D Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro, por destino	33		
3 Evolución reciente de los balances de las entidades de crédito y sus implicaciones para los préstamos al sector privado	43		
Gráfico A Principales tenencias de activos de las IFM de la zona del euro por sectores	44		

6	El apoyo de los Gobiernos al sector bancario durante la crisis financiera de 2008-2009 y su impacto sobre las finanzas públicas de la zona del euro	87	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	101
	Gráfico Operaciones acumuladas de estabilización del sector financiero: impacto sobre la deuda pública y sobre los pasivos contingentes	88	9	Situación presupuestaria de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	103
7	Evolución de la emisión y de los diferenciales de rendimientos de la deuda pública de la zona del euro	90	10	Balanza de pagos de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y de la zona del euro	104
	Cuadro A Tasas de crecimiento interanual de las emisiones de deuda pública en la zona del euro	90	11	Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro	108
	Cuadro B Estructura de los saldos vivos de la deuda pública en la zona del euro	91	12	Flujos de pagos en TARGET	125
	Gráfico A Desagregación de la variación de los pagos de intereses en el período 1999-2009	91	13	Asignación de la producción de billetes en euros en 2009	133
	Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de países seleccionados frente a Alemania	91			
8	La creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y sus implicaciones para el BCE	157			

LISTA DE CUADROS

1	Evolución de los precios	65
2	Indicadores de costes laborales	71
3	Composición del crecimiento del PIB real	74
4	Evolución del mercado de trabajo	80
5	Situación presupuestaria de la zona del euro y de los países de la zona	85
6	Procedimientos de déficit excesivo en los países de la zona del euro	86
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	100

LISTA DE GRÁFICOS

1	Tipos de interés del BCE y tipos de interés del mercado monetario	20
2	Indicadores económicos de las principales economías industrializadas	28
3	Principales indicadores de los mercados de materias primas	37
4	M3 y préstamos al sector privado	38
5	Principales componentes de M3	38
6	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo y un tipo de interés del mercado monetario	39
7	Depósitos por sectores	40
8	Contrapartidas de M3	41
9	Tipo de interés de los mercados monetarios sin garantías	47
10	EUREPO, EURIBOR y swap del EONIA, a tres meses	48
11	Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día	48
12	Rendimiento de la deuda pública a largo plazo	49
13	Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro	51
14	Principales índices bursátiles	53

15	Volatilidad implícita de los mercados de renta variable	53	36	Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro	93
16	Préstamos concedidos por las IFM a los hogares	55	37	Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas	95
17	Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares y a sociedades no financieras	55	38	Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro	96
18	Endeudamiento y carga por intereses de los hogares	56	39	Balanza por cuenta corriente y sus componentes	97
19	Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro	57	40	Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales	98
20	Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras	62	41	Inversiones directas y de cartera de la zona del euro	98
21	Ratios de beneficios de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro	63	42	Principales partidas de la cuenta financiera	99
22	Brecha de financiación de las sociedades no financieras y sus componentes principales	64	43	Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II	105
23	Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras	64	44	Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II frente al euro	106
24	Principales componentes del IAPC	66	45	Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA	112
25	Contribuciones de los principales componentes al IAPC	67	46	Factores de liquidez en la zona del euro en 2009	113
26	Detalle de los precios industriales	69	47	Saldo vivo de las operaciones de política monetaria	115
27	Remuneración por asalariado, por sectores	71	48	Activos de garantía admitidos, por tipo de activo	117
28	Costes laborales en la zona del euro	72	49	Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y saldo vivo de las operaciones de política monetaria	118
29	Descomposición del deflactor del PIB	72	50	Detalle de los tipos de activos utilizados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo	118
30	Evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro	73	51	Diferenciales entre el rendimiento de los bonos garantizados y los tipos <i>swap</i> y entre el rendimiento de los bonos bancarios sin garantías y los tipos <i>swap</i>	121
31	Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real	75	52	Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2009	130
32	Indicadores de confianza	76	53	Importe de los billetes en euros en circulación entre 2002 y 2009	130
33	Existencias en las manufacturas y en el comercio al por menor	77			
34	Crecimiento de la producción industrial y contribuciones	79			
35	Desempleo	80			

54	Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2009, por denominaciones	131
55	Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre 2002 y 2009	132
56	Distribución de billetes falsos en euros en 2009, por denominaciones	132
57	Errores y omisiones netos de la balanza de pagos de la zona del euro	135

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CDS	Seguro de riesgo de crédito (<i>Credit Default Swap</i>)
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
EUR	Euro
EEE	Espacio Económico Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, en sus siglas en inglés)
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
OIF	Otros intermediarios financieros
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

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

PRÓLOGO



En 2009, el Banco Central Europeo continuó actuando como ancla para la estabilidad y la confianza en el complicado entorno creado por la crisis financiera mundial. Tras la severa agudización de las tensiones en los mercados financieros en el otoño de 2008, el año 2009 se inició con una caída rápida de la actividad económica que se produjo de manera sincronizada en todo el mundo. Posteriormente se observó una recuperación muy gradual de la actividad a lo largo del año mientras que la inflación se mantenía en niveles muy reducidos. En conjunto, el PIB real de la zona del euro experimentó en 2009 una contracción del 4% y la inflación media interanual se situó en el 0,3%. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecieron firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo, lo que refleja el alto grado de credibilidad de la política monetaria del BCE.

En este contexto, y en respuesta a la persistencia de presiones inflacionistas muy leves, el Consejo de Gobierno, en los primeros meses de 2009, rebajó el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 150 puntos básicos adicionales, hasta situarse en el 1%, nivel desconocido en la historia reciente de los países de la zona del euro. Durante el resto del año, el Consejo de Gobierno no volvió a modificar los tipos de interés oficiales.

Asimismo, con el fin de garantizar la transmisión adecuada de los impulsos de política monetaria en unos momentos en los que el sistema financiero se encontraba con serios obstáculos en su funcionamiento, el Consejo de Gobierno amplió sus medidas de apoyo al crédito, cuyo objeto era apoyar las condiciones de financiación y el flujo de crédito a la economía más allá de lo que se podría conseguir con meros recortes de los tipos de interés oficiales del BCE. Estas medidas, cuyo diseño se adaptó a la estructura financiera de la economía de la zona del euro —en la que las entidades de crédito desempeñan un papel muy importante en la financiación de los hogares y de las empresas— han ayudado a mantener el flujo de crédito a la economía.

Concretamente, el BCE siguió proporcionando liquidez aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación y amplió aún más el plazo más largo de vencimiento de sus operaciones de financiación. El BCE realizó tres operaciones con vencimiento a doce meses en 2009. En consecuencia, las condiciones de financiación mejoraron notablemente en la zona del euro durante el año, lo que se reflejó, en particular, en una reducción de los diferenciales entre los distintos plazos en el mercado monetario y en un marcado descenso general de la volatilidad en los mercados financieros.

En el transcurso de 2009 se observaron señales más claras de estabilización de la actividad

económica dentro y fuera de la zona del euro. De forma paralela mejoró la situación de los mercados financieros, lo que redujo la necesidad de intermediación extraordinaria por parte del Eurosistema. En vista de estas mejoras, en diciembre de 2009, el Consejo de Gobierno inició una retirada gradual de aquellas medidas no convencionales que ya no eran necesarias. Esta oportuna decisión se adoptó para evitar las distorsiones asociadas a un mantenimiento excesivamente prolongado de las medidas no convencionales y para proporcionar a las entidades de crédito incentivos para seguir realizando los ajustes necesarios en sus balances. Al mismo tiempo, las medidas de apoyo al crédito del Eurosistema continuaron asegurando el suministro de liquidez al sistema bancario de la zona del euro, facilitando la provisión de crédito a la economía de la zona y sustentando aún más su recuperación.

En lo referente a las políticas fiscales, al igual que en otras economías avanzadas, las situaciones presupuestarias de los países de la zona del euro empeoraron de forma muy significativa en 2009, como consecuencia de la pronunciada contracción de la economía y de la orientación expansiva de las políticas fiscales, que incluyó medidas de estímulo fiscal y medidas de apoyo público al sector financiero. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas en noviembre de 2009, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó del 2% del PIB en 2008 al 6,4% en 2009. En este contexto, es de primordial importancia que el programa de estabilidad actualizado de cada uno de los países de la zona se sustente en medidas correctivas bien definidas acordes con el procedimiento de déficit excesivo respectivo, y establezca claramente las estrategias de salida y de consolidación fiscal previstas para el futuro, prestando especial atención a las reformas del gasto.

El principal reto para reforzar el crecimiento sostenible y la creación de empleo es acelerar las

reformas estructurales. En particular, el sector financiero necesita reformas urgentes, entre las que destaca una adecuada reestructuración del sector bancario. El saneamiento de los balances, una gestión eficaz de los riesgos y unos modelos de negocio robustos y transparentes son elementos clave para fortalecer la capacidad de resistencia de las entidades de crédito frente a perturbaciones, sentando así las bases para un crecimiento sostenible y para la estabilidad financiera. En el caso de los mercados de productos, deberían desarrollarse políticas que fomenten la innovación, a fin de acelerar la reestructuración y la inversión y crear nuevas oportunidades de negocio. En los mercados de trabajo, la moderación salarial, unos incentivos eficaces para el empleo y unos mercados laborales suficientemente flexibles serán elementos necesarios para evitar que el desempleo estructural alcance cotas mucho más altas en los próximos años.

* * *

Las respuestas de las autoridades políticas y reguladoras a la crisis financiera cobraron impulso en 2009, con una serie de propuestas concretas para mejorar el marco de estabilidad financiera a escala europea y mundial.

En el informe del grupo de alto nivel presidido por Jacques de Larosière, publicado en febrero de 2009, se formularon una serie de recomendaciones para un nuevo marco institucional de la UE para la supervisión. Partiendo de estas recomendaciones, en septiembre, la Comisión Europea presentó una serie de propuestas legislativas al Consejo de la UE y al Parlamento Europeo. Las propuestas se refieren, en primer lugar, a la creación de una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que será responsable de la supervisión macroprudencial y, en segundo lugar, al establecimiento de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros —una red integrada por tres Autoridades Europeas de Supervisión y por las autoridades supervisoras nacionales competentes— que serán responsables de la

supervisión microprudencial. En general, el BCE ha acogido favorablemente las propuestas de la Comisión en sus dictámenes.

Las principales funciones de supervisión macroprudencial de la JERS serán identificar y valorar los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de la UE, así como emitir alertas sobre riesgos y, cuando se estime oportuno, recomendar políticas encaminadas a la adopción de medidas correctivas. Se confía en que el desempeño de estas funciones, sustentado por una base de información exhaustiva y por instrumentos de supervisión macroprudencial eficaces, contribuirá sustancialmente a la estabilidad financiera en la UE. En su calidad de institución de la UE, el BCE se halla en plena disposición para trabajar en estrecha colaboración con los 27 bancos centrales nacionales del SEBC y con las autoridades de supervisión competentes para prestar asistencia a la JERS en el desempeño de estas funciones.

A escala mundial, la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno del G-20 celebrada en Londres en abril de 2009 constituyó un hito que se plasmó en la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés), como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera, ampliado en cuanto a miembros y con un mandato reforzado para salvaguardar la estabilidad financiera. El BCE es miembro del FSB y contribuye activamente al cumplimiento de su misión, también como miembro de su Comité Directivo.

La cumbre del G-20 dio impulso a una reforma regulatoria de amplio alcance, que está siendo objeto de seguimiento por los organismos internacionales de establecimiento de normas y por la Comisión Europea. El BCE ha apoyado y contribuido a esta reforma a través de su participación en los foros pertinentes y de la prestación de asesoramiento a escala de la UE y mundial en áreas como la revisión de los requerimientos de capital de las entidades de

crédito, la mejora de las normas de contabilidad y los mecanismos para la gestión y la resolución de crisis financieras.

* * *

En 2009, el BCE siguió promoviendo activamente una serie de iniciativas encaminadas a reforzar la estabilidad y la integración de las infraestructuras de los mercados financieros. En febrero de 2009, el BCE publicó el informe titulado «*Eurosystem oversight policy framework*», en el que se describen las funciones del Eurosistema en materia de vigilancia, los métodos e instrumentos que utiliza para desempeñar estas funciones y la asignación de responsabilidades dentro del Eurosistema. Con objeto de aumentar la seguridad, la solidez y la eficiencia del sector de postcontratación en Europa, el SEBC y el Comité de Reguladores Europeos de Valores formularon recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores y las entidades de contrapartida central de la UE.

Además, el BCE continuó actuando como catalizador de las iniciativas del sector privado, facilitando acciones colectivas. Desde el primer momento, el BCE respaldó firmemente el proyecto de creación de una Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, en sus siglas en inglés). La implantación de los adeudos directos SEPA en noviembre de 2009 fue el segundo hito importante del proyecto. Por primera vez existe un servicio de adeudos directos verdaderamente europeo.

En lo que respecta a la prestación de servicios de banco central, la plataforma única TARGET2, el sistema de grandes pagos del Eurosistema, permite actualmente que 23 bancos centrales de la UE y sus respectivas comunidades de usuarios se beneficien de los mismos servicios completos y avanzados de liquidación bruta en tiempo real. Por otro lado, se realizaron avances en el

establecimiento de un servicio de liquidación común y neutral, denominado TARGET2-Securities (T2S). En febrero de 2010, 29 depositarios centrales de valores habían suscrito con el Eurosistema un Protocolo de Cooperación, mediante el cual acordaban utilizar T2S una vez que el sistema entrara en funcionamiento. Además, los bancos centrales de Dinamarca, Suecia y Noruega, con el apoyo de sus respectivos mercados nacionales, manifestaron su interés en realizar la liquidación de las operaciones con valores en sus monedas nacionales a través de T2S. A lo largo de 2009 prosiguieron también los trabajos relativos a la creación de una plataforma compartida única (CCBM2) para la movilización de los activos de garantía en el Eurosistema. El CCBM2 permitirá al Eurosistema ofrecer a sus entidades de contrapartida servicios eficientes y con optimización de costes para la gestión de los activos de garantía, así como mejorar la gestión de la liquidez.

* * *

Por lo que se refiere a los temas de organización del BCE, al final de 2009, el número total de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa era de 1.385,5 frente a 1.357,5 al final de 2008. Este aumento se explica, básicamente, por las nuevas funciones asumidas por el BCE en relación con el programa T2S. El personal del BCE procede de los 27 países de la UE y se contrata a través de campañas abiertas de selección para cubrir las vacantes que se publican en la dirección del BCE en Internet. En el año 2009, de conformidad con la política de movilidad del BCE, 196 empleados cambiaron de puesto de trabajo dentro de la institución, otros 21 se acogieron al programa de traslado temporal a otros organismos para adquirir experiencia laboral externa y se concedieron permisos no retribuidos a otros 31 empleados para cursar estudios, incorporarse a otras organizaciones o por motivos personales. La adquisición y el desarrollo continuos de

capacidades y competencias profesionales por parte de todos los empleados del BCE, incluidos los directivos, siguen constituyendo un factor clave en la estrategia de recursos humanos del BCE.

En 2009, el BCE completó la reforma de su plan de jubilación para los empleados, con el fin de garantizar la sostenibilidad financiera a largo plazo del plan. Con el fin de proteger los derechos adquiridos, el plan de jubilación existente se congeló el 31 de mayo de 2009, y un nuevo plan de pensiones entró en vigor el 1 de junio de 2009.

La construcción de la nueva sede del BCE se aprobó en 2009. Tras la adopción de una nueva estrategia de adquisiciones para los trabajos de construcción, se iniciaron hasta un total de 44 procedimientos de licitación y se recibieron propuestas de más de 400 empresas constructoras. A finales de 2009, el BCE había recibido ofertas vinculantes para los trabajos licitados que representaban en torno al 80% de los costes estimados de construcción. Como resultado, en gran medida, del elevado nivel de competencia, el importe total de las ofertas se mantiene dentro del presupuesto previsto. En vista de estos buenos resultados, en diciembre de 2009, el Consejo de Gobierno decidió formalizar los contratos, iniciar la construcción en la primavera de 2010 y sacar a licitación las operaciones y lotes restantes en el transcurso de 2010. Se prevé que la construcción del edificio termine a finales de 2013.

En 2009, el BCE obtuvo un superávit de 2,22 mm de euros, frente al superávit de 2,66 mm de euros contabilizado en 2008. El Consejo de Gobierno decidió liberar, a 31 de diciembre de 2009, un importe de 0,03 mm de euros de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro, a fin de cumplir el límite máximo permitido, que es el valor del capital

del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro. El importe de esta provisión, que se revisa anualmente, asciende actualmente a 4,02 mm de euros. El resultado neto del BCE en 2009, después de liberar la provisión, fue de 2,25 mm de euros, cantidad que se distribuyó a los BCN de la zona del euro en proporción a su participación en el capital desembolsado del BCE.

Fráncfort del Meno, marzo de 2010

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

Jean-Claude Trichet



La nueva sede del BCE, diseñada por COOP HIMMELB(L) AU, cuya construcción terminará en 2013. El conjunto constará de tres elementos constructivos principales, la torre, el antiguo Grossmarkthalle y el edificio de acceso.

CAPÍTULO I

**EVOLUCIÓN
ECONÓMICA Y
POLÍTICA MONETARIA**

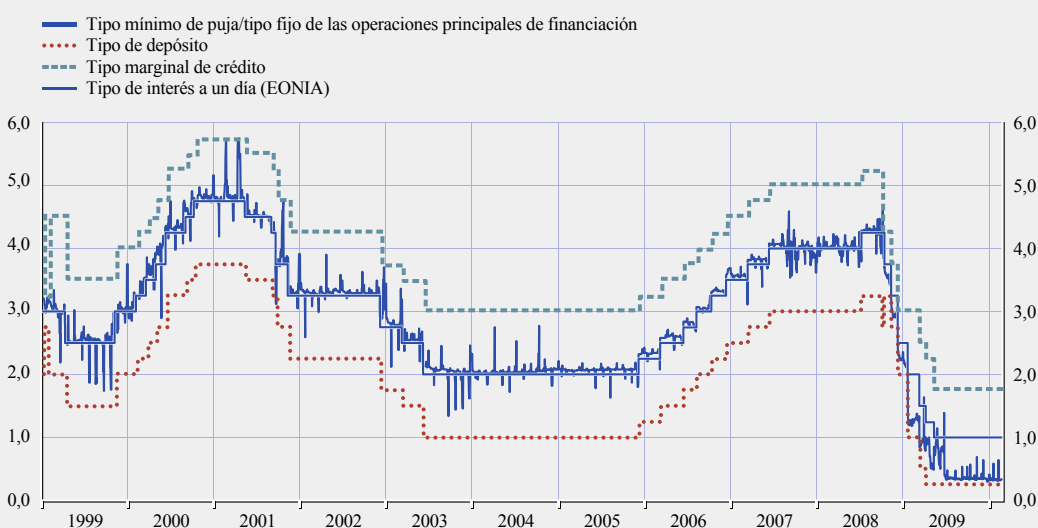
I DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

A lo largo del año 2009, tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008, el Eurosistema siguió operando en un entorno difícil. En respuesta a la levedad de las presiones inflacionistas en el contexto de una grave recesión económica en la zona del euro y en otras regiones, el Consejo de Gobierno recortó adicional y sustancialmente los tipos de interés oficiales del BCE. Tras una reducción total de 175 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2008, el Consejo de Gobierno recortó el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en otros 150 puntos básicos entre enero y mayo de 2009, hasta situarlo en un nivel nunca antes registrado en la historia reciente de los países de la zona del euro. Desde entonces, el Consejo de Gobierno ha mantenido sin variación los tipos de interés oficiales del BCE, situados en los siguientes niveles: el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, en el 1%, el tipo de la facilidad de depósito, en el 0,25%, y el tipo de la facilidad marginal de crédito, en el 1,75%.

Al mismo tiempo, dado que el funcionamiento del sistema financiero se vio sometido a serias dificultades, el Consejo de Gobierno adoptó medidas no convencionales adicionales en 2009, para hacer frente así a las disfunciones de los mercados monetarios y facilitar la transmisión de las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los tipos de interés del mercado monetario y a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos (véase recuadro 1). A su vez, se esperaba que, con ello, se fomentaran unas condiciones de financiación más propicias y se estimulara el flujo de crédito a los hogares y a las empresas. El alcance de estas medidas fue mayor de lo que se habría logrado con meras reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE. En este enfoque se tuvo también en cuenta el papel destacado que los bancos desempeñan en la zona del euro como proveedores de financiación a la economía real. Como resultado, las condiciones de financiación mejoraron considerablemente,

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de febrero de 2010.

como se refleja, en particular, en la reducción de los diferenciales entre los distintos plazos en el mercado monetario y en una notable caída de la volatilidad de los mercados financieros. Todas las medidas no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno eran de carácter transitorio y estaban diseñadas para mantener la estabilidad de precios a medio plazo, tanto directa como indirectamente, asegurando que las expectativas de inflación permanecieran firmemente ancladas en consonancia con dicha estabilidad.

Recuadro I

REFUERZO DEL APOYO AL CRÉDITO EN MOMENTOS DE PERTURBACIONES FINANCIERAS

El «refuerzo del apoyo al crédito» prestado por el BCE para hacer frente a la crisis financiera comprendía una serie de medidas no convencionales encaminadas a sustentar las condiciones de financiación y los flujos de crédito más allá de lo que podría conseguirse exclusivamente mediante recortes de los tipos de interés oficiales del BCE. Este enfoque se configuró a la medida de la estructura financiera de la economía de la zona del euro y de las circunstancias específicas de la crisis financiera mundial. La atención se centró en las entidades de crédito, dado que son la principal fuente de financiación de la economía real en la zona del euro. El refuerzo del apoyo al crédito del BCE¹ incluía las cinco medidas siguientes:

- la provisión de liquidez ilimitada a las entidades de crédito de la zona del euro a tipo de interés fijo en todas las operaciones de financiación, previa presentación de los activos de garantía adecuados;
- el aumento del plazo máximo de vencimiento de las operaciones de financiación desde tres meses, antes de la crisis, hasta un año;
- la ampliación de la lista de activos aceptados como garantía;
- la provisión de liquidez en divisas (especialmente en dólares estadounidenses), y
- compras simples en el mercado de bonos garantizados.

Todas las medidas no convencionales adoptadas se diseñaron de tal forma que pudieran ir retirándose progresivamente una vez se hubiera normalizado la situación. Su objetivo principal era atenuar los efectos negativos que las disfunciones de los mercados monetarios estaban teniendo sobre la situación de liquidez de entidades de crédito solventes en la zona del euro. Estas medidas también tenían por objeto facilitar el flujo de crédito a las empresas y a los hogares. La decisión de adquirir bonos garantizados mediante compras simples se adoptó para apoyar al mercado de este tipo de bonos, que es un mercado financiero muy importante en Europa y una de las principales fuentes de financiación de las entidades de crédito.

En un contexto de presiones inflacionistas muy leves y de una grave recesión que afectaba a la economía de la zona del euro, las medidas no convencionales del BCE facilitaron tanto el acceso del sector bancario a la liquidez como la recuperación de la economía de la zona. Dichas medidas contribuyeron a mejorar las condiciones de financiación en la zona del euro y favorecieron los flujos de crédito a la economía. Las compras de bonos garantizados estimularon las emisiones en los mercados primarios y redujeron los diferenciales especialmente elevados que se registraban en este mercado. Como resultado del apoyo reforzado al crédito y del pronunciado recorte de los tipos

¹ Para más detalles, véanse los boletines mensuales del BCE de junio y diciembre de 2009 y las notas de prensa relacionadas (que pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet).

de interés oficiales del BCE entre octubre de 2008 y mayo de 2009, los tipos de interés del mercado monetario, los diferenciales del mercado monetario y los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos han experimentado un notable descenso. El refuerzo del apoyo al crédito ha propiciado una considerable mejora de la liquidez en los mercados y ha ayudado a mitigar los riesgos de financiación.

Tras la mejora de la situación de los mercados financieros a lo largo de 2009, el Consejo de Gobierno anunció, a principios de diciembre, que retiraría gradualmente las medidas no convencionales que ya no fuese necesario aplicar. A partir del primer trimestre de 2010, se redujeron progresivamente el número y la frecuencia de las operaciones de financiación a plazo más largo. La última operación a un año se realizó en diciembre de 2009, y la última operación a seis meses en marzo de 2010, mientras que el número de operaciones a tres meses se redujo a partir del primer trimestre de 2010. A principios de marzo, el Consejo de Gobierno decidió aplicar de nuevo los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias con vencimiento a tres meses a partir de la operación con fecha de adjudicación el 28 de abril de 2010. Asimismo, se anunció una operación de ajuste a seis días adicional, con el fin de suavizar el efecto sobre la liquidez del vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo a doce meses que tendrá lugar el 1 de julio de 2010.

Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió seguir aplicando el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, tanto a las operaciones principales de financiación como a las operaciones de financiación a plazos especiales con vencimiento equivalente a un período de mantenimiento, durante todo el tiempo que fuese necesario, y como mínimo hasta octubre de 2010.

Tras la adopción de estas decisiones, el Eurosistema sigue proporcionando respaldo en forma de liquidez al sistema bancario de la zona del euro en condiciones muy favorables, facilitando así la provisión de crédito a la zona del euro. Al mismo tiempo, la retirada progresiva de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE contribuye a garantizar un funcionamiento fluido de los mercados monetarios y a evitar las distorsiones asociadas al mantenimiento de este tipo de medidas durante más tiempo de lo necesario. La mejora de las condiciones financieras permite a las entidades de crédito comenzar a desempeñar parte de sus funciones «normales» en el mercado monetario, reduciendo así la necesidad de que el Eurosistema desempeñe una labor de intermediación tan extensa. Mantener las medidas no convencionales por más tiempo de lo necesario daría lugar, en concreto, a una excesiva dependencia de la liquidez excepcional proporcionada por el banco central y a los consiguientes problemas de riesgo moral. Además, debilitaría los incentivos para que las entidades de crédito continúen realizando los necesarios ajustes estructurales de sus balances.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno seguirá retirando gradualmente las medidas extraordinarias de inyección de liquidez que ya no sean necesarias, teniendo en cuenta la evolución de la economía y de los mercados financieros. El marco operativo del Eurosistema continuará respaldando la política monetaria en el cumplimiento del mandato de mantener la estabilidad de precios. A este respecto, de producirse riesgos al alza para dicha estabilidad, el Eurosistema adoptaría oportunamente las medidas apropiadas.

La desaceleración cíclica de la zona del euro, que se había iniciado en 2007, se transformó en una recesión en el primer semestre de 2008 y, posteriormente, en una abrupta contracción en el invierno de 2008-2009, al intensificarse las turbulencias financieras tras la quiebra de

Lehman Brothers en septiembre de 2008. Todo ello dio lugar a caídas sin precedentes de la confianza empresarial y de los consumidores en todo el mundo. En medio de una grave recesión que estaba afectando a la economía mundial, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2009. Las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB real volvieron a ser positivas en el segundo semestre del año, en un clima de mejora de la situación económica y de los mercados financieros tras el considerable apoyo de las políticas monetarias y fiscales. En total, el PIB real de la zona del euro experimentó una contracción del 4% en 2009, tras haber registrado un crecimiento del 0,5% en 2008.

Las presiones inflacionistas fueron reducidas en 2009. La tasa media de inflación interanual se situó, en 2009, en el 0,3%, el nivel más bajo registrado desde la introducción del euro en enero de 1999, tras haber alcanzado un máximo histórico del 3,3% en 2008. La inflación interanual medida por el IAPC se redujo desde el 1,1% registrado en enero al -0,7% de julio, para incrementarse de nuevo hasta el 0,9% en diciembre. La fuerte oscilación en 2009 de la tasa general de inflación interanual medida por el IAPC estuvo determinada, principalmente, por la evolución de los precios de las materias primas, y de la energía en particular, que revirtió el repunte observado en 2008 y los correspondientes efectos de base. Pese al hecho de que las tasas de inflación se adentraron en territorio negativo durante algunos meses, los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo basados en encuestas siguieron estando firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores pero cercanos al 2% en el medio plazo.

El ritmo subyacente de expansión monetaria en la zona del euro experimentó una desaceleración a lo largo de 2009, y el crecimiento del crédito y del agregado monetario amplio se redujo hasta los niveles más bajos observados desde el inicio de la Unión Monetaria. Así pues, el resultado

del análisis monetario confirmó la valoración de las presiones inflacionistas como poco intensas.

RECORTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS Y AMPLIACIÓN DE LAS MEDIDAS DE APOYO AL CRÉDITO DURANTE LA RECESIÓN

Examinando con más detalle las decisiones de política monetaria adoptadas en 2009, se observa que la información disponible a comienzos de ese año confirmaba el inicio de una recesión económica mundial de carácter generalizado. La intensificación de las tensiones financieras había dado lugar a una notable volatilidad en todos los segmentos del mercado financiero y a bajos niveles de liquidez en varios segmentos del mercado, y había obligado a los Gobiernos y a los bancos centrales a actuar de manera contundente. Las turbulencias que afectaron a los mercados financieros también se habían traducido en un sustancial incremento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo entre los inversores, como se reflejó, por ejemplo, en el considerable aumento de los diferenciales de renta fija privada y de la deuda soberana hacia finales de 2008, lo que, a su vez, tuvo un considerable impacto negativo sobre la economía mundial. En consonancia con la evolución mundial, la zona del euro experimentó una fuerte caída del producto. En un clima de creciente incertidumbre, el acusado descenso de los volúmenes de comercio mundial vino acompañado de una pronunciada contracción de la demanda interna en la zona del euro.

Tanto la inflación general como las presiones inflacionistas subyacentes se redujeron significativamente en los primeros meses de 2009. La inflación interanual medida por el IAPC descendió desde el 1,1% de enero hasta el 0% de mayo, debido principalmente a las fuertes caídas de los precios de las materias primas registradas anteriormente. En esos momentos, se anticipaba que las presiones salariales y de costes y precios en la zona del euro se moderarían, dada la expectativa de debilidad de la demanda mundial y de la de la zona del euro durante un período prolongado. Considerando los efectos de base asociados a los altos niveles de los precios de la energía a mediados de 2008, se esperaba que

las tasas de inflación fuesen negativas durante un par de meses en torno a mediados de 2009, antes de volver a territorio positivo hacia finales del año. Confrontando lo anterior con los resultados del análisis monetario, que confirmaron una desaceleración sostenida del ritmo de expansión monetaria y una contención de los flujos de préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares, se vio corroborada la valoración de que estaban disminuyendo las presiones inflacionistas y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

En este contexto, entre enero y mayo de 2009, el Consejo de Gobierno rebajó el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 150 puntos básicos, hasta el 1%, en cuatro etapas, de modo que la reducción total efectuada desde el 8 de octubre de 2008 fue de 325 puntos básicos. En mayo, también decidió recortar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, y mantener sin variación, en el 0,25%, el tipo de interés de la facilidad de depósito, con lo que el diferencial entre estos dos tipos de interés se redujo de 200 a 150 puntos básicos.

Además de recortar los tipos de interés, el Consejo de Gobierno siguió adelante con sus medidas de apoyo al crédito. Tras los resultados de las operaciones llevadas a cabo desde octubre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió, en mayo de 2009, realizar tres operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en junio, septiembre y diciembre de 2009, para inyectar liquidez con vencimiento a doce meses. Estas medidas ejercieron una significativa presión a la baja sobre los tipos de interés del mercado monetario en tanto que sirvieron para que los bancos tuvieran amplio y elevado acceso a la liquidez en un horizonte más extenso, lo que aumentó su capacidad para prestar recursos a la economía real y ejerció una presión a la baja sobre los tipos de interés de los préstamos. Además, el Consejo de Gobierno decidió que el Eurosistema adquiriría bonos garantizados (*covered bonds*) denominados en euros, emitidos en la zona del euro, por un total de 60 mm de euros en

un período de doce meses, a partir de julio de 2009. Con esta decisión se pretendía dar apoyo al mercado de bonos garantizados, que es un segmento muy importante del mercado financiero de la zona del euro y una de las principales fuentes de financiación para las entidades de crédito.

Al adoptar la decisión de reforzar el apoyo al crédito se tuvo en cuenta las expectativas de atonía en la evolución de los precios, con independencia de la caída sustancial de los precios de las materias primas registrada anteriormente, debido al acusado debilitamiento de la actividad económica tanto en la zona del euro como a escala mundial. Los datos económicos disponibles y la información proveniente de las encuestas sugerían algunos primeros indicios de estabilización de la actividad a niveles muy bajos, tras un primer trimestre en el que había sido significativamente inferior a lo esperado. Esta evolución era coherente con las revisiones a la baja de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y del Eurosistema respecto a la actividad económica de la zona del euro y la inflación en el primer semestre del año. Se preveía que la economía mundial, incluida la de la zona del euro, mantendría su debilidad en 2009 y que se recuperaría gradualmente a lo largo de 2010, mientras que las presiones inflacionistas en la zona seguirían siendo poco intensas.

Como resultado de la generosa provisión de liquidez por parte del Eurosistema en curso y del limitado número de operaciones de ajuste de absorción de liquidez, los tipos de interés a un día siguieron situándose en niveles próximos al tipo de la facilidad de depósito, como había venido ocurriendo desde la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en octubre de 2008. El nuevo posicionamiento del tipo de interés a un día del mercado monetario se consideró aceptable en esas circunstancias excepcionales como un medio para ayudar a contrarrestar el deficiente funcionamiento del mercado monetario y, en particular, el nivel anormalmente alto de los diferenciales de los tipos de interés

a plazo de dicho mercado, es decir, entre el EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA. Así pues, las medidas de apoyo al crédito también propiciaron un entorno de tipos de interés del mercado monetario más bajos y unas condiciones de financiación favorables. Concretamente, la primera OFPML a doce meses, realizada el 24 de junio de 2009, se tradujo en una adjudicación récord de 442 mm de euros al sistema bancario de la zona del euro a un tipo de interés fijo del 1%, que elevó el volumen total de operaciones de financiación vivas a casi 900 mm de euros y, por consiguiente, contribuyó a un descenso de los tipos de interés del mercado monetario también a los plazos más largos de la curva de rendimientos.

MEDIDAS DE APOYO A LA POLÍTICA MONETARIA EN UN CONTEXTO DE GRADUAL RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Al tiempo que mantenía sin variación los tipos de interés oficiales desde mayo de 2009, el Consejo de Gobierno siguió aplicando las medidas de apoyo al crédito de considerable entidad en el segundo semestre del año, habida cuenta de su impacto positivo en el funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro y en la transmisión de los impulsos de la política monetaria en un entorno de bajas presiones inflacionistas. Esta política monetaria, muy acomodaticia, se aplicó en consonancia con el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios por parte del BCE y contribuyó a la gradual recuperación económica de la zona del euro.

En el segundo semestre de 2009, se observaron señales de estabilización de la actividad económica en la zona del euro y en otras regiones. El primer indicio de estabilización en la zona del euro fueron los datos procedentes de las encuestas de opinión y la caída de la aversión al riesgo en los mercados financieros, que dio lugar a una recuperación de los precios de los activos con respecto a los mínimos históricos registrados en el período transcurrido entre la quiebra de Lehman Brothers y el final del primer trimestre de 2009. La recuperación gradual fue confirmada posteriormente por los indicadores

de la economía real. En general, la actividad económica mantuvo su debilidad pero las tasas de crecimiento intertrimestral se tornaron positivas en el tercero y cuarto trimestres del año, tras cinco trimestres consecutivos de crecimiento negativo. Al mismo tiempo, siguieron materializándose los efectos negativos retardados de la fuerte recesión económica, como la baja utilización de la capacidad productiva y el aumento de las tasas de paro.

Las previsiones y proyecciones macroeconómicas, incluidas las proyecciones para la zona del euro elaboradas por los expertos del Eurosistema, se revisaron ligeramente al alza en el segundo semestre del año, principalmente como consecuencia de la evolución más positiva y de la información más favorable que fue apareciendo progresivamente. En diciembre de 2009, los expertos del Eurosistema proyectaron un crecimiento interanual del PIB real de entre el 0,1% y el 1,5% en 2010 y de entre el 0,2% y el 2,2% en 2011. En consonancia con estas proyecciones, el Consejo de Gobierno esperaba que la economía de la zona del euro creciese a un ritmo moderado en 2010, consciente de que el proceso de recuperación probablemente sería desigual y de que las perspectivas seguían estando sujetas a un alto grado de incertidumbre. Se consideraba que los riesgos para estas perspectivas estaban, en general, equilibrados. Entre los factores al alza, se estimaba que las amplias medidas de estímulo macroeconómico, la mejora de los indicadores de confianza y la recuperación del comercio exterior podrían tener efectos más intensos de lo previsto. En cuanto a los factores a la baja, persistía la inquietud respecto a la posibilidad de que se produjera una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, de que aumentasen de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, de que se intensificaran las presiones proteccionistas y de que la corrección de los desequilibrios mundiales se llevase a cabo de forma desordenada.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC registró tasas negativas entre junio y octubre de 2009, marcando un mínimo del -0,7% en julio. La inflación volvió ser positiva en noviembre y se situó en el 0,9% en diciembre. Este perfil de la inflación era coherente con las expectativas y reflejaba, principalmente, efectos transitorios, concretamente efectos de base relacionados con el fuerte aumento de los precios de las materias primas hacia mediados de 2008 y su posterior descenso hasta finales de ese mismo año. Se preveía que la inflación seguiría siendo moderada durante el horizonte relevante para la política monetaria, y que la evolución general de los precios, los costes y los salarios también mantendría una trayectoria similar en consonancia con una lenta recuperación de la demanda en la zona del euro y en otras regiones. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo continuaron estando firmemente ancladas en sintonía con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener, a medio plazo, las tasas de inflación en niveles inferiores pero cercanos al 2%.

Las perspectivas de inflación fueron bastante similares en las proyecciones elaboradas en septiembre y diciembre; los expertos del Eurosistema preveían, en diciembre de 2009, tasas de inflación interanual, medida por el IAPC, de entre el 0,9% y el 1,7% en 2010 y de entre el 0,8% y el 2% en 2011. Se estimaba que los riesgos para estas perspectivas estaban, en general equilibrados y se asociaban, en particular, a la evolución de la actividad económica y a la dinámica de los precios de las materias primas. Además, se pensaba que los aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo previsto debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años.

El resultado del análisis monetario confirmó la valoración de que las presiones inflacionistas serían poco intensas en el medio plazo y de que el crecimiento del crédito seguiría desacelerándose durante el segundo semestre

de 2009. Hacia finales del año, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado se situaban en valores negativos. Los moderados niveles de producción y de comercio, así como la continua incertidumbre que rodeaba a las perspectivas de negocio, siguieron amortiguando, en particular, la demanda de financiación bancaria por parte de las empresas. En esta situación también influyeron, en cierta medida, factores de oferta, según se desprende de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro del Eurosistema. El descenso de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras fue especialmente acusado a los plazos más cortos, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos a plazo más largo siguió siendo positivo. Al mismo tiempo, tras registrar tasas negativas durante algunos meses, el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares volvió a ser positivo hacia finales de 2009. Este comportamiento es coherente con las regularidades del ciclo económico, que indican que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras repunta normalmente con cierto retraso respecto a la actividad económica.

Los efectos del reforzamiento del apoyo al crédito siguieron favoreciendo tanto el acceso del sector bancario a la liquidez como la recuperación de la economía de la zona del euro, lo que contribuyó a la normalización de la situación económica y financiera. Concretamente, las medidas adoptadas por el Eurosistema favorecieron los flujos de crédito a la economía, tanto a través de factores de oferta (especialmente aliviando las presiones de financiación en el sector bancario) como de factores de demanda (debido al nivel muy reducido de los tipos de interés). Además, al hacer hincapié en mantener firmemente la atención en la estabilidad de precios y en su disposición a tomar medidas en el momento oportuno, el Eurosistema actuó como ancla de la estabilidad en momentos de mayor incertidumbre. Esta decisión fue fundamental para estimular la confianza en un contexto de expectativas de una gradual recuperación de la actividad económica.

Dado que el mecanismo de transmisión de la política monetaria funciona con desfases, las medidas de política adoptadas por el Eurosistema fueron surtiendo efecto progresivamente en la economía, proporcionando un respaldo sustancial a los hogares y a las empresas. Las condiciones de financiación siguieron mejorando. Los mercados monetarios estaban funcionando mejor y los diferenciales en dichos mercados se redujeron considerablemente respecto a los elevados niveles observados a comienzos del año. Las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE se reflejaron cada vez más en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos, que habían caído hasta niveles muy bajos, lo que indicaba que el proceso de transmisión estaba funcionando. En general, hacia finales de 2009 y principios de 2010 se observaron mejoras en la situación de los mercados financieros y una gradual expansión de la actividad económica en la zona del euro, en un contexto de fuerte apoyo sostenido al sector bancario de la zona.

Teniendo en cuenta la mejora en curso de la situación de los mercados financieros y la necesidad de evitar distorsiones asociadas al mantenimiento de las medidas no convencionales más tiempo de lo necesario, el Consejo de Gobierno decidió, en diciembre de 2009, mantener el reforzamiento en el apoyo al crédito, así como comenzar a eliminar progresivamente, a partir del primer trimestre de 2010, las medidas no convencionales que ya no fueran precisas. El Consejo de Gobierno decidió ejecutar las operaciones principales de financiación mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante todo el tiempo que fuese necesario y reducir el número y los plazos de las OFPML. Se decidió que la OFPML a un año ejecutada en diciembre sería la última que se realizaría a ese plazo y se llevaría a cabo a un tipo de interés equivalente al promedio de los tipos mínimos de puja de las OPF durante el plazo de vigencia de la operación y que solo se realizaría otra operación más a seis meses en marzo de 2010. Además, el Consejo de Gobierno decidió que las OFPML restantes

del primer trimestre de 2010 se realizarían mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Como resultado de estas decisiones, el Eurosistema seguiría proporcionando respaldo en forma de liquidez al sistema bancario de la zona del euro durante un período prolongado en condiciones muy favorables, facilitando así la provisión de crédito a la economía de la zona del euro.

A comienzos de 2010, el Consejo de Gobierno siguió considerando que el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE era el adecuado. Teniendo en cuenta la información y los análisis que ya se habían publicado, cabía esperar que la evolución de los precios siguiera siendo moderada en el horizonte relevante para la política monetaria. La evidencia disponible confirmaba también que la zona del euro seguía en expansión, si bien algunos de los factores que favorecían dicha expansión eran de carácter transitorio, especialmente el ciclo de existencias y las medidas de política para apoyar la economía adoptadas en todo el mundo. En general, el Consejo de Gobierno esperaba que la economía de la zona del euro creciera a un ritmo moderado en 2010, aunque las perspectivas continuaban estando sujetas a incertidumbre. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación permanecían firmemente ancladas en consonancia con la estabilidad de precios. La comparación del resultado del análisis económico con las señales provenientes del análisis monetario confirmó la valoración de unas presiones inflacionistas reducidas, habida cuenta de la caída paralela del crecimiento de los agregados monetarios y el crédito.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA, FINANCIERA Y ECONÓMICA

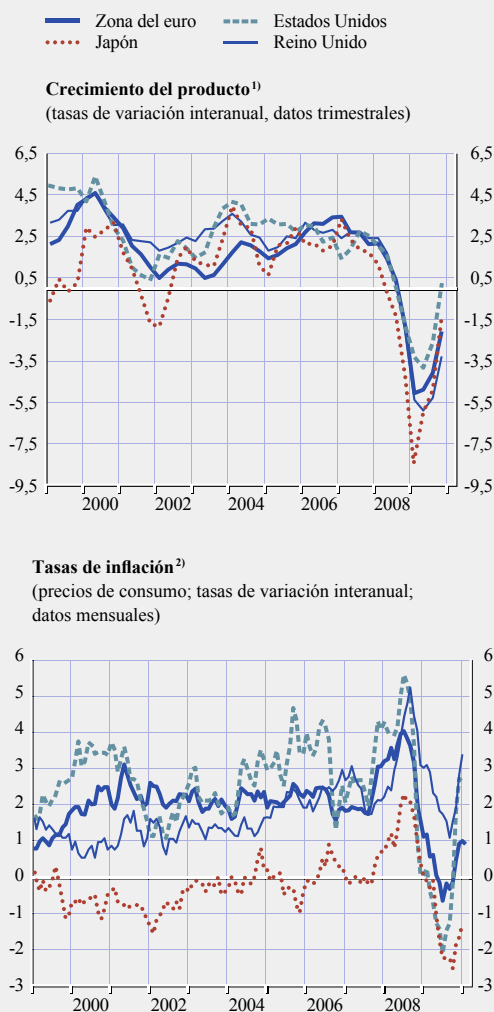
2.1 ENTORNO MACROECONÓMICO MUNDIAL

GRAVES REPERCUSIONES DE LAS TENSIONES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

Tras la intensificación de las turbulencias financieras a raíz de la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, la percepción de incertidumbre que afectó a todas las categorías de activos aumentó hasta situarse en máximos históricos y se mantuvo en niveles persistentemente altos durante todo el primer trimestre de 2009. En este período, el funcionamiento de los mercados financieros siguió viéndose obstaculizado, mientras que las condiciones vigentes de elevada incertidumbre propiciaron fuertes caídas de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, que registraron niveles muy bajos en términos históricos. Como ya se preveía, a juzgar por la caída pronunciada y generalizada del índice general de directores de compras (PMI) del sector manufacturero hasta un nivel muy inferior al umbral que separa la contracción de la expansión, y de la disminución de la confianza empresarial y de los consumidores mencionadas anteriormente, la actividad económica mundial siguió siendo muy débil, tras haber experimentado una acusada contracción en todos los principales sectores de la economía en el último trimestre de 2008. Pese a las importantes medidas sin precedentes adoptadas por los gobiernos y por los bancos centrales de todo el mundo para limitar los riesgos sistémicos y restablecer la estabilidad financiera, la actividad mundial se vio frenada, en particular como resultado de la necesidad de las empresas y los hogares de ajustar sus balances, lo cual, sumado a los negativos efectos riqueza, agravaron el deterioro de la confianza. Además, a diferencia de lo ocurrido durante la mayor parte de 2008, los mercados emergentes comenzaron a verse afectados por la desaceleración de las economías avanzadas, ya que el comercio mundial registró una caída sincronizada sin precedentes a finales de 2008 y principios de 2009 (que se describe en detalle en el recuadro 2).

La actividad económica mundial volvió a registrar tasas de crecimiento positivas en el segundo trimestre de 2009 (véase panel superior del gráfico 2), a medida que las políticas fiscales y monetarias aplicadas en muchos países empezaron a surtir mayor efecto y, sumadas a las medidas encaminadas a estabilizar el sector financiero, contribuyeron a mejorar la

Gráfico 2 Indicadores económicos de las principales economías industrializadas



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

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

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

situación de los mercados financieros y a reducir la incertidumbre, y dieron lugar a una cierta corrección inicial de la pérdida de confianza sufrida por los agentes económicos. Al mismo tiempo, el comercio mundial también comenzó a estabilizarse, para volver a crecer a partir del primer trimestre de 2009, aunque esta recuperación se produjo partiendo de niveles muy bajos. La recuperación de la economía mundial cobró impulso en el segundo semestre de 2009 y el PIB real volvió a registrar cifras de crecimiento positivas en una gran mayoría de países en el tercer trimestre del año. La actividad mundial en el sector manufacturero fue el principal factor determinante de la recuperación económica, aunque, tras un comportamiento algo vacilante, la actividad en el sector servicios también comenzó a afianzarse. Una de las principales características de la fase de recuperación es la diferente velocidad con que esta se está produciendo en los distintos países, un hecho que posiblemente refleja, entre otros factores, el carácter diferenciado de las medidas de política adoptadas en los distintos países, así como la diferente solidez de las variables fundamentales de cada economía. La aparición de divergencias entre países en la fase de recuperación contrasta con el alto grado de sincronización observado durante la desaceleración, lo que probablemente pone de manifiesto hasta qué punto las turbulencias financieras contribuyeron a amplificar las perturbaciones reales. También cabe señalar el hecho de que la actividad se esté recuperando a un ritmo mucho más sólido en las economías emergentes, cuya exposición directa al origen de la crisis financiera fue limitada. Pese a las señales positivas, persiste la inquietud respecto a las perspectivas de crecimiento mundial, en particular respecto a la incertidumbre de que la

gradual retirada de las medidas extraordinarias de política fiscal y monetaria venga o no acompañada de un repunte de la demanda privada, habida cuenta del significativo ajuste de la situación patrimonial de los hogares que probablemente se producirá en muchos países, así como de las restricciones financieras a las que las empresas podrían tener que seguir enfrentándose.

Tras registrar un máximo del 4,8% en los países de la OCDE en julio de 2008, estimulada por la subida de los precios de la energía y los alimentos, la inflación general comenzó a descender a un ritmo rápido, situándose en torno al 0,5% en la primavera de 2009 (véase panel inferior del gráfico 2). Este rápido retroceso de la inflación reflejó la fuerte corrección a la baja de los precios de las materias primas, así como el aumento de la capacidad productiva no utilizada, como consecuencia de la caída de la actividad económica mundial. A mediados del año, la inflación en los países de la OCDE se tornó, de hecho, ligeramente negativa, debido a importantes efectos de base relacionados con los precios de las materias primas. En general se consideró que las tasas de inflación negativas eran, en gran medida, un fenómeno transitorio, a juzgar por las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo, que siguieron registrando cifras positivas. En octubre de 2009, debido también a la progresiva corrección de esos efectos de base y a un repunte de los precios de las materias primas, la inflación general volvió a situarse en cifras positivas y aumentó hasta el 1,9% en el año transcurrido hasta diciembre de 2009, lo que representa una caída con respecto al 3,6% observado un año antes. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación se situó, en ese mismo período, en el 1,6%.

Recuadro 2

LA DESACELERACIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL

El comercio mundial experimentó una fuerte contracción en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, tras la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 y la consiguiente desaceleración de la actividad mundial. La caída del comercio fue un hecho histórico sin precedentes desde el final de la Segunda Guerra Mundial, tanto por su celeridad como por su magnitud y por el alto grado de sincronización entre los países. A continuación, se analizan los principales factores determinantes de dicha contracción y las perspectivas del comercio mundial.

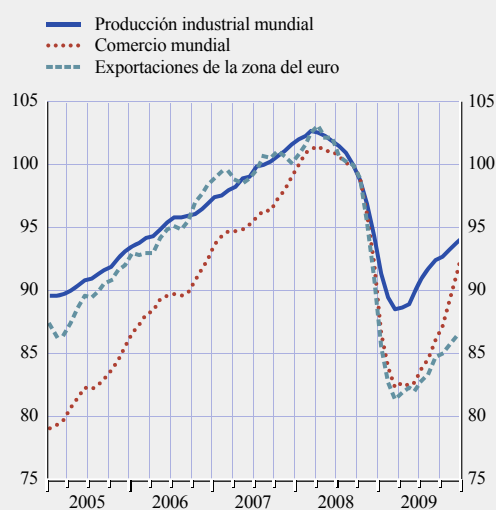
Con la intensificación de las turbulencias financieras en el otoño de 2008, la actividad económica mundial sufrió una brusca caída, que se tradujo en un fuerte retroceso del comercio mundial de bienes hasta los niveles observados en 2005 (véase gráfico A). El retroceso fue pronunciado y rápido: el comercio mundial de bienes se redujo casi un 17% entre septiembre de 2008 y febrero de 2009. Estuvo, asimismo, altamente sincronizado en todas las regiones¹.

El principal factor determinante del desplome del comercio fue la fuerte contracción de la demanda mundial. La actividad económica mundial sufrió una brusca caída, registrándose descensos del nivel de producto del 1,2% en el cuarto trimestre de 2008 y del 1,4% en el primer trimestre de 2009. Sin embargo, los volúmenes de comercio se redujeron mucho más de lo previsto dada la magnitud de la contracción general de la demanda final, lo cual puede explicarse, en parte, por una serie de factores.

En primer lugar, la composición de las perturbaciones de la demanda mundial contribuyó de forma significativa a la caída desproporcionadamente fuerte del comercio en relación con el producto. La actividad mundial en el sector manufacturero experimentó una considerable contracción al intensificarse las turbulencias financieras, mientras que, en el sector servicios, la actividad se vio mucho menos afectada. Por consiguiente, la caída de la demanda mundial afectó principalmente al comercio de bienes, que representa un porcentaje mucho mayor del comercio exterior que del PIB. Dado que el sector manufacturero produce y consume grandes volúmenes de bienes intermedios, se produjo también un efecto de amplificación a través del comercio de este tipo de bienes. Además, la recesión dio lugar a un cambio en la estructura relativa del

Gráfico A Comercio y actividad mundiales y exportaciones de bienes de la zona del euro

(índice: septiembre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: CPB.

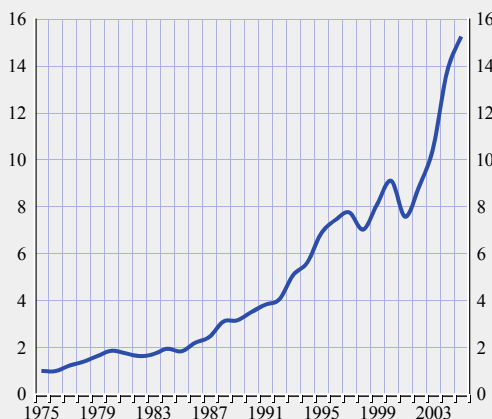
Notas: Las exportaciones de la zona del euro corresponden a los intercambios comerciales realizados tanto con países de la zona como con países no pertenecientes a la zona. La observación más reciente corresponde a diciembre de 2009.

1 Según la base de datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, más del 90% de los países declararon descensos de las exportaciones en términos nominales de más del 5%, en tasa intertrimestral, a comienzos de 2009, mientras que casi el 15% de los países declararon descensos de más del 20%.

PIB, que favoreció al consumo público en detrimento de otros componentes intensivos en comercio, como la inversión, mientras que la caída de las exportaciones también exacerbó la contracción del comercio, en la medida en que son muy intensivas en importaciones. La crisis financiera y la caída simultánea de la confianza también obligaron a las empresas a reducir bruscamente sus existencias y sus inversiones en bienes de equipo. Como resultado, el comercio de bienes intermedios y de equipo registró una contracción mucho más pronunciada que el comercio de bienes de consumo, lo que creó una cuña entre la evolución del comercio exterior y la evolución del PIB.

Gráfico B Índice de integración vertical de las cadenas de producción mundiales

(índice: 1975 = 1)



Fuente: Amador y Cabral (véase nota a pie de página 3).

En segundo lugar, el aumento de la sensibilidad del comercio a las fluctuaciones de la demanda

también podría explicarse, en parte, por los cambios estructurales derivados del proceso de globalización. La evidencia empírica indica que la elasticidad del comercio mundial respecto a la renta mundial ha aumentado en las últimas décadas. Además, se estima que la respuesta del comercio es incluso mayor en las recesiones mundiales². Ello podría deberse, en cierta medida, a una aceleración de las tendencias globalizadoras en los últimos años, concretamente, al papel más prominente de las cadenas de producción mundiales en el comercio internacional. La globalización de los procesos de producción, facilitada por la reducción generalizada de las barreras al comercio y de los costes de transporte, ha dado lugar a un considerable crecimiento de la integración vertical de las cadenas de producción en los últimos años³ (véase gráfico B), que se estima que ha representado alrededor de un tercio del crecimiento total de las exportaciones en los últimos 20 a 30 años⁴. Esto significa que los bienes se producen ahora a través de complejas redes internacionales con empresas en distintos países que trabajan en diferentes etapas de la producción de un mismo bien en una cadena de producción internacional. Estas cadenas de producción internacionales cada vez más complejas podrían haber actuado como mecanismo adicional de propagación, e incluso de amplificación, de la reciente contracción del comercio, lo que también sería coherente con la fuerte caída del comercio de bienes intermedios antes mencionada. No obstante, dado que no se dispone de datos puntuales, aún no está totalmente claro cómo han evolucionado las cadenas de producción internacionales en respuesta a la crisis financiera y cuál podría haber sido su contribución relativa al desplome del comercio.

Por último, cabe mencionar otros factores que también podrían haber desempeñado un papel importante. Por ejemplo, el rápido endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a raíz de las turbulencias financieras generó una escasez de financiación del crédito comercial que podría haber amortiguado aún más las actividades comerciales. Ello, a su vez, también podría haber dado lugar a

2 Véase C. Freund, «The trade response to global downturns: historical evidence», Policy Research Working Paper n.º. 5015, Banco Mundial, 2009.

3 Véase Amador, J. y Cabral, S., «Vertical specialisation across the world: a relative measure», *North American Journal of Economics and Finance*, 20(3), diciembre de 2009, pp. 267-280.

4 Véase D. Hummels et al., «The nature and growth of vertical specialisation in world trade», *Journal of International Economics*, 54(1), pp. 75-96.

estrangulamientos en las cadenas de producción internacionales, que habrían agravado el deterioro del comercio. Según estimaciones del Banco Mundial, el endurecimiento de las condiciones en la financiación del comercio podría haber representado, aproximadamente, entre el 10% y el 15% de la caída del comercio mundial a partir del segundo semestre de 2008. Sin embargo, la evidencia reciente basada en las encuestas sugiere también que el descenso de los niveles de financiación del comercio no solo guarda relación con perturbaciones por el lado de la oferta, sino también con una reducción de la demanda de financiación del comercio, dado que la actividad comercial también estaba reduciéndose.

Por lo que respecta a la zona del euro, en consonancia con la evolución del comercio mundial, los intercambios comerciales de la zona también se redujeron notablemente tras la intensificación de las turbulencias financieras.

Las exportaciones de bienes de la zona del euro disminuyeron alrededor de un 19% entre septiembre de 2008 y febrero de 2009. La caída de la actividad comercial con países no pertenecientes a la zona fue más acusada frente a las economías de la UE y otras economías avanzadas. Por el contrario, el deterioro del comercio con las economías emergentes tardó más tiempo en materializarse. Por lo que respecta a su composición, las exportaciones de bienes de equipo e intermedios se redujeron más de un 20%, mientras que las exportaciones de bienes de consumo (incluidos los de consumo duradero) registraron una caída de alrededor del 11% (véase gráfico C).

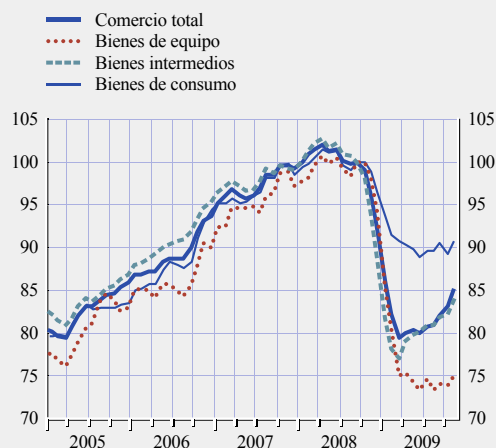
Situación actual y perspectivas para el futuro

Tras la fuerte contracción experimentada a finales de 2008 y principios de 2009, el comercio mundial muestra señales cada vez más claras de estabilización. En el tercer trimestre de 2009, el comercio mundial de mercancías creció un 4%, frente a la caída de alrededor del 11% observada en el primer trimestre del año. El comercio mundial se vio notablemente favorecido por el impacto de factores transitorios como los planes de estímulo macroeconómico, que impulsaron la demanda de bienes de consumo duradero, en particular de automóviles. El favorable ciclo de existencias que siguió al repunte de la actividad industrial y la gradual reactivación de las cadenas de producción mundiales también han contribuido a la recuperación del comercio internacional.

La recuperación del comercio estuvo liderada, principalmente, por las economías de Asia y, en particular, por un fuerte repunte de la demanda de China, probablemente relacionado, en gran medida, con el estímulo fiscal. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro también se han visto favorecidas por el aumento de la demanda de Asia, que ha compensado, en parte, el hecho de que la demanda todavía es contenida en la mayoría de las economías avanzadas (véase gráfico D). Por productos, las mejoras han sido más pronunciadas en el caso de los bienes

Gráfico C Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro, por producto

(índices de volumen: septiembre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y expertos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde a noviembre de 2009.

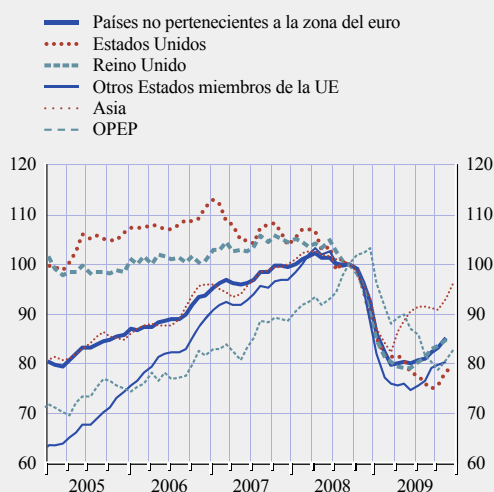
intermedios, debido, en parte, al cambio de signo del ciclo de existencias fuera de la zona del euro.

En consonancia con la evolución reciente, las perspectivas tanto del comercio mundial como de las exportaciones de la zona del euro, han mejorado de forma notable últimamente. Podría suceder que las cadenas de producción mundiales estén contribuyendo a amplificar la recuperación del comercio a través de los mismos mecanismos que parecen haber exacerbado su contracción. No obstante, el carácter transitorio de algunos de los factores determinantes del reciente repunte de la actividad económica sugiere que podría haber el riesgo de que esta recuperación de la actividad económica mundial y, por consiguiente, del comercio mundial, experimente cierta pérdida de impulso en los próximos trimestres. De cara al futuro, la recuperación del comercio mundial dependerá sensiblemente del alcance de la recuperación de la demanda mundial y de la composición del gasto. A este respecto, la reaparición de las políticas proteccionistas en todo el mundo podría ensombrecer las perspectivas del comercio mundial. Dadas sus negativas repercusiones para la economía mundial, como se demostró durante la Gran Depresión, toda medida proteccionista debe ser rechazada con firmeza, ya que medidas de esta naturaleza no solo dificultarían notablemente el proceso de recuperación mundial obstaculizando aún más el comercio y la demanda mundial, sino que, además, reducirían el potencial de crecimiento de la economía mundial en el largo plazo⁵.

5 Véase el recuadro titulado «Los riesgos del proteccionismo», en el Boletín Mensual del BCE de septiembre de 2009.

Gráfico D Exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro, por destino

(índices de volumen: septiembre de 2008 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuentes: Eurostat y expertos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2009, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro, Reino Unido y otros Estados miembros de la UE (noviembre de 2009).

ESTADOS UNIDOS

La actividad económica fue débil en Estados Unidos y, en el conjunto del año 2009, la economía se contrajo a una tasa del 2,4%, en comparación con un crecimiento del 0,4% en 2008. El PIB real siguió registrando tasas de crecimiento intertrimestral negativas en el primer semestre de 2009, tras la acusada desaceleración observada en el segundo semestre del año anterior. No obstante, la gradual estabilización de la situación de los mercados financieros, las considerables medidas de estímulo fiscal y monetario, y el cambio experimentado por el ciclo de existencias a lo largo del año hicieron que volvieran a registrarse tasas de crecimiento

positivas en el segundo semestre de 2009. El gasto interno privado siguió siendo moderado en el primer semestre de 2009, en un clima de restrictivas condiciones de concesión de créditos, de esfuerzos de los hogares para reconstituir su riqueza neta y reducir la deuda acumulada en años anteriores y de deterioro de la situación del mercado de trabajo; en 2008 y 2009 se perdieron más de 8,4 millones de puestos de trabajo. Las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno respaldaron transitoriamente la demanda privada, especialmente en los sectores del automóvil y la vivienda. Las empresas siguieron recortando el gasto en inversión fija en un contexto de condiciones de concesión de

créditos restrictivos, de escasa utilización de la capacidad productiva y de incertidumbre respecto a las perspectivas económicas. La actividad en el mercado de la vivienda comenzó a repuntar a mediados de 2009 respaldada por las medidas de estímulo del Gobierno, pero la recuperación continuó viéndose frenada por los fuertes vientos que soplaban en contra. El comportamiento de las exportaciones fue débil a principios de 2009, debido a la desaceleración de la actividad económica extranjera. No obstante, el comercio exterior contribuyó positivamente al crecimiento, dado que las importaciones se redujeron de forma más acusada que las exportaciones. Sin embargo, tanto las exportaciones como las importaciones se recuperaron en el segundo semestre del año. En general, el déficit por cuenta corriente se redujo de forma pronunciada, desde el 4,9% del PIB en 2008 hasta el 2,9%, en promedio, en los tres primeros trimestres de 2009, como resultado, principalmente, de la contracción de la demanda interna y de la caída de los precios del petróleo.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la variación interanual media del IPC en 2009 fue del -0,4%, frente al 3,8% del año anterior. La inflación general se tornó negativa a principios de 2009, como consecuencia de fuertes efectos de base derivados de la evolución de los precios de las materias primas. La tasa de variación interanual del IPC volvió a ser positiva a finales de 2009, debido a una subida de los precios de las materias primas y a una reversión de los efectos de base. La capacidad productiva no utilizada limitó cualquier presión alcista sobre los precios. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, también se redujo moderadamente en 2009, pero siguió siendo positiva, con una tasa interanual del 1,7% (frente al 2,3% en 2008).

El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales en una banda del 0% al 0,25% durante el año y reiteró que preveía que la situación económica probablemente justificaría que dicho tipo de interés se mantenga en niveles excepcionalmente

bajos durante un período prolongado. Además, la Reserva Federal siguió aplicando medidas de política no convencionales para estimular la afluencia de crédito al sector privado y puso en marcha programas de adquisición de valores a largo plazo encaminados a respaldar el funcionamiento de los mercados de crédito.

En lo relativo a la política fiscal, el déficit del presupuesto federal aumentó hasta casi un 10% del PIB en el ejercicio fiscal 2009 (que se cerró en septiembre de ese año) frente al 3,2% contabilizado en el ejercicio anterior. El incremento reflejó una acusada caída de los ingresos, debido al descenso de la recaudación impositiva, y al incremento sustancial del gasto como consecuencia de las medidas fiscales adoptadas para respaldar el sistema financiero y la economía.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica experimentó un significativo deterioro en el primer trimestre de 2009, antes de entrar en una fase de recuperación en el segundo trimestre. La desaceleración tuvo su origen, principalmente, en una caída sin precedentes de las exportaciones y la producción. La mejora de la situación económica estuvo determinada, sobre todo, por un repunte de las exportaciones, que reflejó en parte la sólida recuperación de otras economías asiáticas y un cambio de tendencia en el ciclo de existencias. Además, la recuperación se vio favorecida por las medidas de estímulo fiscal internas y externas.

El clima empresarial mejoró de forma moderada a partir del segundo trimestre de 2009, pero los beneficios empresariales se mantuvieron en niveles bajos y las rentas de los trabajadores experimentaron una notable caída. Además, la tasa de paro aumentó hasta alcanzar un máximo histórico del 5,7% en julio de 2009, para reducirse ligeramente a partir de entonces.

La inflación interanual, medida por los precios de consumo, registró cifras negativas en febrero de 2009 y el ritmo de descenso marcó un

máximo del 2,5% en octubre. La evolución de los precios reflejó, principalmente, efectos de base relacionados con los productos petrolíferos y el notable grado de capacidad productiva sin utilizar persistente en la economía. En diciembre de 2009, el Banco de Japón anunció que reconocía que la deflación suponía «un desafío de importancia crucial».

A partir de diciembre de 2008 y durante todo el año 2009, el Banco de Japón mantuvo sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía. A fin de estimular la economía, el Banco de Japón siguió recurriendo a medidas de política monetaria no convencionales, como las compras simples de deuda pública japonesa y la ampliación de la lista de activos de garantía aceptados.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En 2009, las economías emergentes de Asia mostraron una notable capacidad de resistencia frente a la desaceleración mundial. En el primer trimestre del año, la caída del comercio exterior se tradujo en tasas de crecimiento del PIB real negativas en las economías orientadas a la exportación: R.A.E. de Hong Kong, Corea, Malasia, Singapur, Provincia china de Taiwán y Tailandia. Por el contrario, China, India e Indonesia registraron, en ese mismo período, tasas de crecimiento económico más bajas pero que aún siguieron siendo positivas. Con el respaldo de las significativas medidas de estímulo fiscal y de una política monetaria expansiva, las economías emergentes de Asia iniciaron su recuperación en el segundo trimestre y registraron tasas de crecimiento interanuales del PIB real del 5,7%.

En 2009, la inflación medida por los precios de consumo experimentó una considerable caída en la mayoría de los mercados emergentes de Asia. Solo India registró una subida de los precios de los alimentos hacia finales del año, lo que dio lugar a un notable movimiento al alza del índice de precios al por mayor, el indicador de precios preferido por el Banco de Reserva de India. Habida cuenta de la acusada mejora

macroeconómica registrada en las economías emergentes de Asia a partir del segundo trimestre de 2009 y del gradual aumento de la tolerancia al riesgo por parte de los inversores, el capital extranjero, especialmente las inversiones de cartera, comenzó a afluir de nuevo hacia esos países en marzo de 2009, lo que se tradujo en un repunte sostenido de los mercados locales, tanto de renta fija como de renta variable. En muchos países, el aumento de las entradas de capital coincidió con la presencia de abultados superávits por cuenta corriente, que dieron lugar a fuertes presiones al alza sobre los tipos de cambio.

Por lo que respecta a la economía china, el crecimiento del PIB real solo se redujo ligeramente, desde el 9,6% de 2008 hasta el 8,7%, en 2009. La capacidad de resistencia del crecimiento del PIB frente a la desaceleración económica mundial puede explicarse por varios factores. En primer lugar, las autoridades chinas reaccionaron con rapidez ante la crisis. Las medidas de estímulo por importe de 4 billones de renminbis y el aumento de las subvenciones a los consumidores, sumadas a una política monetaria expansiva y a un fuerte crecimiento del crédito, contribuyeron al crecimiento de las inversiones en infraestructura en un 90% en 2009 y a la resistencia del consumo privado. En segundo lugar, como el contenido en valor añadido de las exportaciones de China es relativamente bajo (dado que su contenido en importaciones es relativamente elevado), el impacto directo de la desaceleración de las exportaciones mundiales sobre el crecimiento del PIB fue menos severo. El superávit comercial se redujo un 33%, en dólares estadounidenses, en 2009, en comparación con 2008, debido principalmente a factores de carácter transitorio. Por último, como consecuencia de las restricciones actuales impuestas tanto a las entradas como a las salidas de inversiones de cartera, los balances de las entidades de crédito no se vieron gravemente afectados, y las salidas de capital procedente de China siguieron siendo limitadas, lo que atenuó el impacto sobre el consumo interno y las inversiones. La inflación interanual medida por los precios de consumo fue negativa entre febrero y octubre de 2009 debido a efectos de

base, y las presiones subyacentes sobre los precios siguieron siendo moderadas. A partir del segundo trimestre de 2009, las entradas de capital volvieron a situarse en los niveles observados antes de la crisis y la acumulación de reservas internacionales continuó a un ritmo rápido, hasta alcanzar la cifra de 2,4 billones de dólares estadounidenses a finales de 2009.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica experimentó una acusada contracción en el primer semestre de 2009, siguiendo una trayectoria muy similar a la de la economía mundial. En tasa interanual, el PIB real de la región se contrajo un 2,8% en el primer trimestre de 2009 y un 3,9% en el segundo trimestre (aunque, en tasa intertrimestral, registró una expansión del 0,4% en el segundo trimestre). Para el conjunto de la región, la caída de la actividad económica en el primer semestre de 2009 fue la más pronunciada desde que, en 1980, comenzaron a realizarse estadísticas trimestrales, aunque varios países han experimentado recesiones más severas en las tres últimas décadas. No obstante, a diferencia de anteriores episodios, la región no sufrió ninguna crisis financiera, a pesar del fuerte ajuste real.

A lo largo del segundo trimestre de 2009, el aumento de los precios de las materias primas y de la demanda, así como las medidas de estímulo fiscal y monetario, comenzaron a respaldar la recuperación económica, aunque de forma un tanto heterogénea según los países. En el caso de Brasil, la recuperación fue especialmente rápida, debido, en parte, al relativamente buen comportamiento del mercado de trabajo, a las medidas de estímulo fiscal y al éxito con el que las autoridades flexibilizaron las restrictivas condiciones de concesión del crédito derivadas de la crisis financiera internacional. Por el contrario, en México, la serie de perturbaciones que afectaron al país (incluidas la caída de las remesas y la gripe A), su mayor exposición a la evolución de la economía estadounidense, el acusado deterioro del mercado de trabajo y la relativa rigidez de la inflación contribuyen a explicar por qué el ajuste resultó más duro y prolongado. Al mismo tiempo, las presiones

inflacionistas siguieron moderándose en toda la región, lo que llevó a los respectivos bancos centrales a flexibilizar la política monetaria durante el primer semestre del año. El FMI aprobó también la concesión de sendos préstamos, en el marco del nuevo servicio financiero, conocido como Línea de Crédito Flexible, a México y Colombia por importe de 31,6 mm de DEG y 7 mm de DEG, respectivamente. A medida que la situación financiera mundial comenzó a mejorar gradualmente y se recuperó la tolerancia al riesgo, se redujeron los diferenciales sobre los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana latinoamericana, aumentaron significativamente las cotizaciones bursátiles y retornaron los flujos financieros, lo que se tradujo en apreciaciones de las monedas. No obstante, en algunos casos, dichas apreciaciones fueron limitadas, debido a la intervención de los bancos centrales. Al mismo tiempo, algunos países (Brasil y Perú) también introdujeron algún tipo de controles de capital.

LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS SE RECUPERARON EN 2009

Tras experimentar una brusca caída en el segundo semestre de 2008, los precios del petróleo se estabilizaron en el primer trimestre de 2009 y, posteriormente, comenzaron a subir. A finales de 2009, el precio del barril de Brent ascendía a 77,8 dólares estadounidenses. Medido en euros, esta cifra corresponde, aproximadamente, al nivel registrado a comienzos de 2006. Para el conjunto del año, el precio medio del barril de Brent fue de 62,5 dólares estadounidenses, es decir, un 36,4% inferior a la media del año anterior.

Durante el primer trimestre de 2009, los precios del petróleo se mantuvieron en niveles bajos por el impacto de la crisis financiera y la consiguiente desaceleración económica, que habían tenido un fuerte efecto negativo sobre las perspectivas de la demanda. Enfrentada a una contracción tan masiva de la demanda, la OPEP actuó sin demora reduciendo de forma sensible sus cuotas de producción y los países miembros de la organización cumplieron escrupulosamente los recortes de la oferta acordados. En este

contexto de fuerte contracción de la oferta y de percepciones menos pesimistas respecto a las perspectivas de la economía mundial, los precios del petróleo comenzaron a recuperarse en el segundo trimestre de 2009.

La desaceleración económica dio lugar a un acusado deterioro de las expectativas en relación con la demanda de petróleo en 2009. Aunque sí se materializó una fuerte contracción de la demanda, especialmente en las economías desarrolladas, la caída fue mucho menor de lo previsto, en particular en las economías emergentes, en las que los estímulos fiscales fueron, en general, intensivos en recursos naturales. Por consiguiente, a partir de mayo de 2009, la Agencia Internacional de la Energía revisó al alza, repetidas veces, sus proyecciones de demanda para 2009 y 2010. La mejora de las perspectivas de demanda fue uno de los factores determinantes de las subidas de los precios a lo largo del año.

Los precios de las materias primas no energéticas siguieron una trayectoria similar (véase gráfico 3). Los precios de los metales, especialmente los del cobre, registraron aumentos significativos, que también se vieron respaldados por las compras relacionadas con el masivo

conjunto de medidas de estímulo orientadas a la inversión en infraestructuras anunciado por el Gobierno chino. Los precios de los alimentos también se incrementaron, aunque en menor medida, impulsados, en particular, por el azúcar. En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas (denominados en dólares estadounidenses) descendieron, en promedio, un 22% aproximadamente en 2009, en comparación con el año anterior.

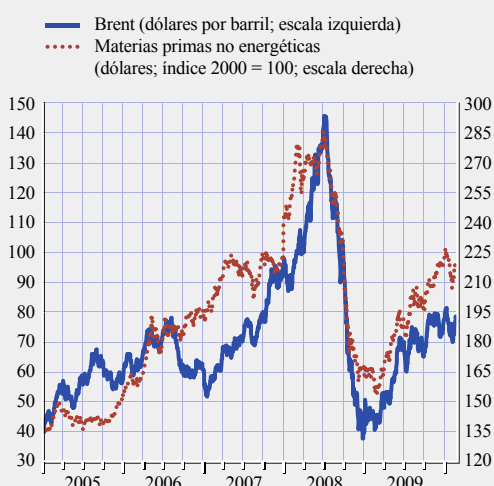
2.2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

EL RITMO DE CRECIMIENTO MONETARIO SUBYACENTE SE REDUJO DURANTE EL AÑO

El ritmo de crecimiento monetario subyacente, que recoge las tendencias en los datos monetarios que proporcionan las señales relevantes en lo que respecta a los riesgos para la estabilidad de precios, disminuyó de nuevo en 2009¹. Esta evolución quedó reflejada en los descensos casi paralelos observados en las tasas de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado. A finales de año, estas tasas se situaban en el -0,3% y el -0,1%, respectivamente, considerablemente por debajo del 7,6% y el 5,7% registrados a finales de 2008, y de las tasas en torno al 11% de finales de 2007 (véase gráfico 4).

El descenso continuado del crecimiento interanual de M3 durante el año se debió, en gran parte, al fuerte impacto a la baja de la pendiente excepcionalmente acusada de la curva de rendimientos, que propició desplazamientos desde activos monetarios hacia activos a más largo plazo no incluidos en M3. En consecuencia, la evolución monetaria observada subestimó la tasa de crecimiento monetario subyacente en 2009 y, en líneas generales, supuso una reversión de la situación de 2008, año en que el efecto de la curva de rendimientos plana mantuvo que el crecimiento de M3 se situara por encima de la tasa tendencial de expansión de este agregado monetario.

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

¹ Véase el recuadro titulado «Evolución monetaria subyacente: concepto e ilustración cuantitativa», publicado en el Boletín Mensual del BCE de mayo de 2008, para una explicación del concepto de crecimiento monetario subyacente.

Los continuos descensos de las tasas de crecimiento interanual de los agregados monetarios y crediticios observados en 2009 ocultaron el hecho de que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers, a mediados de septiembre de 2008, estuvo asociado a cambios bastante bruscos en la evolución monetaria. Tras este acontecimiento, las tasas de crecimiento a más corto plazo (esto es, las tasas de crecimiento trimestrales anualizadas) de M3 y de los préstamos al sector privado fluctuaron de manera bastante errática en torno a cero durante la mayor parte de 2009. No obstante, si se considera la información incorporada en la evolución de los componentes individuales, de los diversos sectores y de las contrapartidas de M3, la acusada desaceleración observada en el crecimiento de este agregado y de los préstamos a finales de 2008 y principios de 2009 no parece haber ido acompañada de una disminución igualmente pronunciada del crecimiento monetario subyacente.

Además, las tasas de crecimiento interanual negativas registradas en M3 y en los préstamos en 2009 deben considerarse en un contexto de unos niveles elevados de liquidez monetaria y de endeudamiento acumulados en los años anteriores a las turbulencias financieras. En consecuencia, es natural que se haya producido cierta reversión. Esta corrección podría haber dado lugar a que las tasas de crecimiento de M3 y de los préstamos experimentaran un descenso más pronunciado y por un período más prolongado de lo que sería de esperar, por ejemplo, a partir de la evolución de la actividad económica o de los tipos de interés.

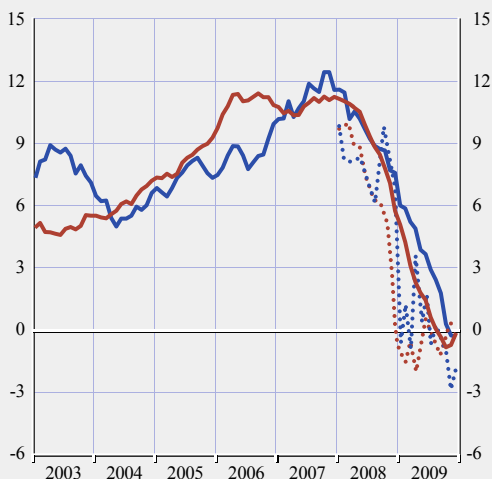
LA EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE M3 SE VIO INFLUIDA PRINCIPALMENTE POR LA ACUSADA PENDIENTE DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS

La disminución observada en el crecimiento interanual de M3 a lo largo de 2009 ocultó una evolución bastante heterogénea de sus principales componentes (véase gráfico 5). Este

Gráfico 4 M3 y préstamos al sector privado

(tasas de variación, datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- M3 (tasa de crecimiento trimestral anualizada)
- Préstamos al sector privado (tasa de crecimiento interanual)
- Préstamos al sector privado (tasa de crecimiento trimestral anualizada)

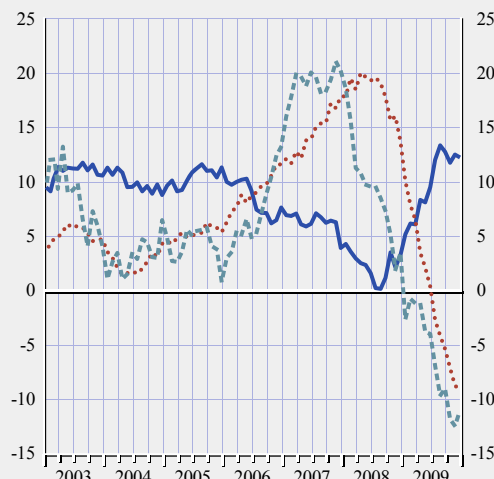


Fuente: BCE.

Gráfico 5 Principales componentes de M3

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

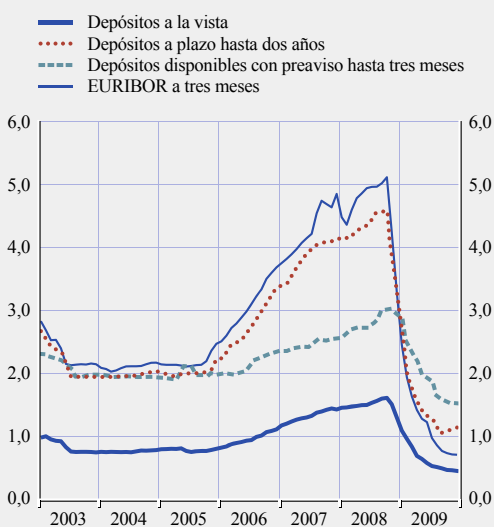
- M1
- Otros depósitos a corto plazo (M2-M1)
- - - Instrumentos negociables (M3-M2)



Fuente: BCE.

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

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

descenso se debió fundamentalmente a que las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y de los instrumentos negociables (M3-M2) fueron cada vez más negativas, situándose en el -9,1% y el -11%, respectivamente, en diciembre. Por otro lado, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un aumento significativo y en diciembre alcanzó un registro muy elevado, el 12,3%. Este crecimiento heterogéneo de los distintos componentes de M3 tuvo su origen en el reducido nivel de los tipos de interés y en el creciente estrechamiento de los diferenciales entre los tipos a los que se remuneran los diversos activos monetarios. En consecuencia, el hecho de que el coste de oportunidad de mantener los activos monetarios más líquidos fuera reducido dio lugar a desplazamientos de fondos desde los depósitos a corto plazo (es decir, los depósitos a plazo hasta dos años) y los instrumentos negociables hacia los depósitos a la vista. No obstante, también se produjeron trasvases hacia los depósitos de ahorro a corto plazo (esto es, los depósitos

disponibles con preaviso hasta tres meses), ya que siguieron estando algo mejor remunerados que los depósitos a corto plazo (véase gráfico 6). Este proceso de sustitución dentro de M3 se produjo de manera adicional a las salidas de este agregado provocadas por la acusada pendiente de la curva de rendimientos.

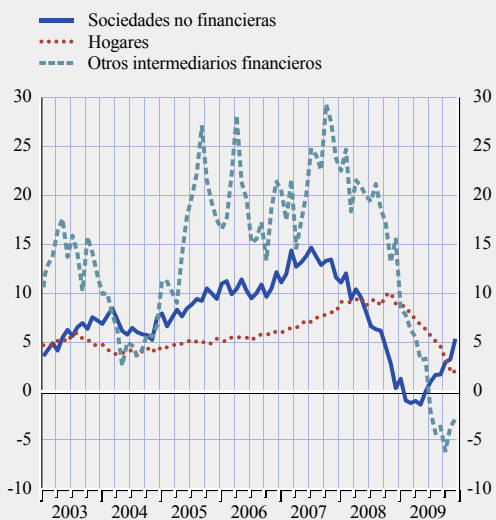
El hecho de que las entidades de crédito redujeran sustancialmente la remuneración de los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables a partir de finales de 2008 también se debió a tener acceso a fuentes de financiación alternativas. En particular, las presiones experimentadas en los mercados de financiación a corto plazo se vieron aliviadas, en gran medida, por la provisión de liquidez del banco central por parte del Eurosistema, y las entidades también consiguieron obtener financiación a largo plazo en el contexto de la acusada pendiente de la curva de rendimientos y beneficiarse del apoyo proporcionado por las garantías otorgadas por los Gobiernos a la emisión de valores de renta fija.

LOS SALDOS MONETARIOS POR SECTORES REFLEJAN EL IMPACTO DEL CICLO ECONÓMICO

El descenso del crecimiento interanual de M3 también ocultó una evolución ligeramente divergente de los saldos monetarios de los distintos sectores. La mayor agregación de componentes de M3 para los que se dispone de información por sectores es la formada por los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales (en lo sucesivo, «depósitos de M3»). La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares se redujo durante el año, y en diciembre se situó en el 1,9%, frente al 9% de finales de 2008 (véase gráfico 7). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras solo cayó hasta mediados de 2009 (y pasó incluso a ser ligeramente negativa temporalmente), antes de aumentar de nuevo en el segundo semestre del año y situarse en el 5,4% en diciembre. Esta evolución divergente fue acorde con la evolución del ciclo económico. A este respecto, el descenso relativamente gradual de la tasa de crecimiento de las

Gráfico 7 Depósitos por sectores

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



Fuente: BCE.

tenencias de depósitos de M3 de los hogares (en comparación con el fortalecimiento observado en el caso de las sociedades no financieras) refleja el hecho de que la renta disponible de este sector suele ser más estable que la actividad económica. En cambio, los flujos financieros de las empresas tienden a mejorar en una fase temprana del ciclo económico, y pueden utilizarse para crear reservas de liquidez con el fin de financiar actividades de producción y de inversión, anticipándose a una mejora del entorno económico.

El descenso gradual de la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares observado en 2009 también se vio considerablemente afectado por el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos y por las mejoras observadas en los mercados bursátiles, que hicieron que los hogares desplazaran fondos desde los depósitos de M3 hacia activos a más largo plazo, y posiblemente de mayor riesgo, no incluidos en este agregado monetario. Es posible que estos desplazamientos hayan ocultado incrementos de los saldos monetarios mantenidos por motivo precaución, resultantes

de la incertidumbre económica y financiera que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. No obstante, en la medida en que esta incertidumbre se relacionaba con la situación en el sector bancario y con la seguridad de los depósitos bancarios, gran parte de estos saldos adicionales podrían haberse colocado en depósitos a más largo plazo no incluidos en M3 después de que los Gobiernos ampliaran las garantías para los depósitos bancarios.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 mantenidos por los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones (OIF – otros intermediarios financieros) volvió a disminuir en 2009, cayendo más de 18 puntos porcentuales hasta situarse en el -2,9% en diciembre. Este acusado descenso puede deberse al hecho de que los OIF suelen reaccionar con rapidez a los cambios en la configuración de los tipos de interés, así como a la reducción observada en las operaciones de titulización, que conllevan la creación de depósitos por parte de este sector en las IFM que originan los préstamos titulizados.

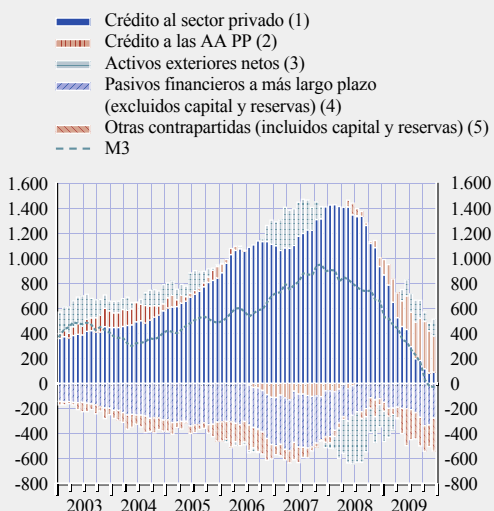
ACUSADO DESCENSO DEL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

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 disminuyó de nuevo en 2009, situándose en el 2,4% en diciembre, frente al 6,9% de diciembre de 2008 (véase gráfico 8). Esta evolución tuvo su origen, principalmente, en la sustancial reducción de la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado, mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas aumentó considerablemente.

El incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas fue resultado, principalmente, del considerable aumento de las tenencias de valores de este sector por parte de las IFM observado durante el año. Dada la configuración de los tipos de interés, los valores del sector público se consideraron una

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

oportunidad de inversión atractiva y líquida en un contexto de moderación de la demanda de préstamos por parte del sector privado y de percepción entre las entidades de crédito de que el riesgo de impago de los prestatarios había aumentado. Además, esos valores representaban una oportunidad de inversión segura que podía utilizarse con facilidad como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Al mismo tiempo, la emisión de valores del sector público experimentó un incremento significativo en 2009.

Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado experimentó un descenso considerable durante el año, y en diciembre se situó en un nivel moderado, el 0,7%. Esta evolución tuvo su origen en la disminución de las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones del sector privado y de los préstamos concedidos a este sector. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las

IFM se redujo a medida que desapareció el efecto de las operaciones de titulización retenida a gran escala realizadas a finales de 2008 y principios de 2009². Esta práctica adquirió una relevancia especial en el cuarto trimestre de 2008, cuando el BCE pasó a realizar operaciones a tipo de interés fijo con adjudicación plena para la provisión de liquidez del banco central. En 2009, como consecuencia de ese nuevo saldo de valores y la sustancial acumulación de valores del sector público durante el año, las IFM de la zona del euro consideraron que no era necesario crear activos de garantía adicionales y, por consiguiente, las titulizaciones retenidas pasaron a ser menos frecuentes.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado, el principal componente del crédito otorgado a este sector, siguió disminuyendo en 2009, y en el cuarto trimestre del año pasó a ser ligeramente negativa. La dinámica a corto plazo pone de manifiesto que el continuado descenso de la tasa de crecimiento interanual durante el año fue resultado de la pronunciada caída observada en el cuarto trimestre de 2008 y de los débiles flujos registrados en 2009. Ciertamente, la tasa de crecimiento trimestral anualizada fluctuó en torno al -0,5% en 2009 (véase gráfico 4). Este panorama no cambia cuando se tiene en cuenta el impacto contractivo de la baja de préstamos del balance realizada en el contexto de las operaciones de titulización, aunque tras un ajuste considerando el efecto de estas bajas, tanto la tasa interanual como la tasa a corto plazo se mantienen por encima de cero. No obstante, aunque la diferencia entre la tasa de crecimiento ajustada y la tasa sin ajustar era significativa a principios de 2009, se redujo continuamente durante el año, reflejando la disminución observada de las operaciones de titulización.

La desaceleración del crédito concedido al sector privado fue generalizada en los distintos sectores prestatarios, aunque también ocultó

2 La «titulización retenida» se refiere a la práctica en la que la IFM originadora recompra al menos parte de los valores creados en el proceso de titulización fuera de balance o real tradicional.

cierta heterogeneidad en su evolución. Después de experimentar un marcado descenso en el cuarto trimestre de 2008, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se redujo a un ritmo más moderado en el primer trimestre de 2009, y posteriormente se mantuvo estable, en general, en un nivel en torno a cero, con un moderado incremento hacia finales de año. Esta mejora fue consecuencia, principalmente, de la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras cayó sustancialmente durante el año, desde el 9,5% registrado en diciembre de 2008 hasta el -2,2% en diciembre de 2009. Esta disminución se observó en todos los plazos de vencimiento, pero fue más evidente en los más cortos, y únicamente los flujos de préstamos a largo plazo (es decir, a más de cinco años) se mantuvieron positivos durante el año. La contracción del saldo vivo de préstamos a corto plazo puede deberse a la sustancial caída de los volúmenes de comercio y de los niveles de existencias en 2009. Por otra parte, es posible que las sociedades no financieras hayan optado, en parte, por préstamos bancarios a tipo de interés fijo y a largo plazo y, en un intento de asegurarse los bajos niveles actuales de los tipos de interés. Al mismo tiempo, en un contexto de elevada incertidumbre, las empresas con acceso a la financiación en los mercados pueden haber querido reducir su dependencia de las entidades de crédito a través de un mayor recurso a esta fuente de financiación, dados los reducidos diferenciales entre los tipos de interés de los valores emitidos por las sociedades no financieras y los aplicados a los préstamos concedidos por las IFM.

Esta evolución de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras se muestra acorde con regularidades históricas. Las variaciones que se producen en la tasa de crecimiento de los préstamos a los hogares tienden a coincidir o adelantarse ligeramente a puntos de giro en el crecimiento del PIB real, mientras que en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras suelen presentar un desfase de algunos trimestres con respecto a la evolución del PIB. Estas regularidades reflejan diversos factores.

Por un lado, tanto los tipos de interés como los precios de la vivienda tienden a disminuir durante las desaceleraciones de la actividad económica, lo que fomenta una nueva demanda de préstamos para adquisición de vivienda por parte de algunos hogares. Por otro, las empresas suelen utilizar fondos internos cuando los flujos de caja mejoran durante una recuperación, recurriendo a la financiación externa solo posteriormente, lo que puede explicar por qué los préstamos a las sociedades no financieras tienden a ir a la zaga del PIB. Al mismo tiempo, algunos factores de oferta también pueden ser relevantes. Por ejemplo, en las fases iniciales de una recuperación, las entidades de crédito prefieren aumentar el crédito a los hogares antes que a las empresas, ya que los préstamos que se otorgan a los primeros (especialmente los préstamos para adquisición de vivienda) cuentan con una garantía mejor³. La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro indica que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos se endurecieron en 2009, aunque el endurecimiento se redujo en el transcurso del año. En cierta medida, ese endurecimiento reflejó la influencia de factores como la disponibilidad de fondos, el acceso limitado a la financiación externa y restricciones de liquidez, aunque tuvo su origen, fundamentalmente, en variaciones en la solvencia de los prestatarios, que tiende a empeorar en las fases de contracción económica y a mejorar en las recuperaciones.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los OIF siguió disminuyendo, y en diciembre de 2009 fue del 4,3%, frente al 10,1% de diciembre de 2008. Es probable que esta acusada desaceleración haya estado relacionada con el hecho de que las preferencias de los inversores cambiaron considerablemente y se decantaron por productos financieros más tradicionales, lo que dio lugar a una disminución general de las actividades de los OIF. El cierre casi total del mercado de titulizaciones fue un factor destacado a este respecto.

³ Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», publicado en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2009.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM que mantienen el sector tenedor de dinero aumentó sustancialmente durante el año, y en diciembre se situó en el 5,8%, frente al 0,6% de finales de 2008 y, por tanto, puso fin a la tendencia a la baja observada a partir del segundo trimestre de 2007. Este incremento fue atribuible, fundamentalmente, al mayor crecimiento no solo de los depósitos a más largo plazo (los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses y los depósitos a plazo a más de dos años), sino también de los valores distintos de acciones a más largo plazo (es decir, a más de dos años). En general, el aumento de los pasivos financieros a más largo plazo registrado en 2009 refleja un cambio hacia plazos de vencimiento más largos, a la vista de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. También es probable que las garantías públicas y la mejora de la confianza en los mercados hayan contribuido a este incremento de la

acumulación de valores de renta fija a más largo plazo emitidos por las IFM por parte de los sectores tenedores de dinero.

Por último, en cuanto a la posición frente al exterior de las IFM de la zona del euro, tanto los activos como los pasivos exteriores disminuyeron en 2009, siendo la primera vez que se registra una reducción de las cifras absolutas de esta posición desde 1999. No obstante, esto se tradujo en un incremento de 135 mm de euros de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona, ya que la reducción de los pasivos exteriores fue superior a la disminución observada en los activos exteriores. Esta caída de los activos y de los pasivos tiene su origen en la reducción de las posiciones interbancarias transfronterizas en el contexto de un proceso más amplio de desapalancamiento del balance de las IFM. Para un análisis detallado de la evolución del balance de las IFM en 2009 y sus implicaciones para los préstamos al sector privado, véase el recuadro 3.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BALANCES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS IMPLICACIONES PARA LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO

Como resultado de la intensificación de las turbulencias financieras en los últimos meses de 2008, las IFM han sufrido en todo el mundo presiones crecientes para reducir el tamaño de sus balances. Las IFM de la zona del euro no escaparon a estas presiones y redujeron sus activos principales en 329 mm de euros, (lo que representó un descenso del 1,1%) en el transcurso de 2009¹. Esta reducción, la primera desde 1999, corrigió parte del fuerte apalancamiento observado entre 2004 y mediados de 2008. Con este trasfondo, en el presente recuadro se analiza la manera en que los préstamos al sector privado –la principal fuente de financiación de las empresas y los hogares– se vieron afectados por este proceso de desapalancamiento en 2009.

Consideraciones relativas al ajuste de los balances de las entidades de crédito

En 2009, las presiones sobre los ratios de capital y las posiciones de financiación asociadas a las turbulencias financieras colocaron a las entidades de crédito ante una compleja combinación de consideraciones relativas al ajuste de sus balances. Desde el punto de vista de la financiación,

¹ Los activos principales comprenden todas las partidas del activo del balance, a excepción de los activos fijos, los «otros activos» y las participaciones en fondos del mercado monetario.

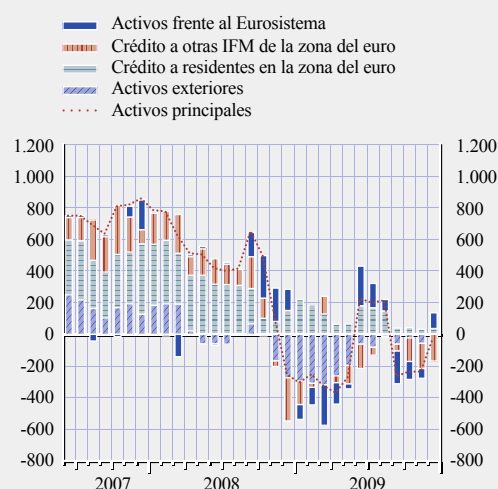
las entidades de crédito se vieron afectadas negativamente por la creciente aprensión de los inversores y por el resultante aumento del coste de financiación, que acrecentaron las tensiones que el descenso del precio de los activos y las pérdidas derivadas de los préstamos ya ejercían sobre el nivel de capital de estas entidades. En esta situación, las entidades de crédito necesitan rebajar su ratio de apalancamiento, bien mediante la obtención de nuevo capital o bien a través de la reducción de los activos. En épocas de turbulencias financieras, dado que sería necesario obtener un elevado volumen de capital en poco tiempo ante una mayor aversión al riesgo, lo que incrementaría incluso más el coste del capital, este desapalancamiento se lleva a cabo, en gran medida, mediante reducciones de los activos. Concretamente, las entidades se desprenden de activos secundarios para obtener liquidez y limitan la exposición a los activos de riesgo. Se establece un orden natural de preferencia entre las distintas fuentes de liquidez. Habitualmente, las entidades de crédito liquidan primero sus activos a corto plazo, luego sus activos exteriores y finalmente sus activos a largo plazo². Así pues, los préstamos a las empresas y los hogares, al ser activos a largo plazo, se sitúan al final de esta lista y, en general, estos activos solo pueden reducirse mediante la restricción de los nuevos préstamos y la devolución de los préstamos existentes. Por otro lado, los modelos de negocio basados en relaciones sostenidas con los clientes, que son corrientes en el sistema bancario de la zona del euro, ofrecen más incentivos para no reducir los préstamos. En la práctica, dada la complejidad de estas consideraciones, es probable que este orden de preferencia funcione de una manera algo heterogénea en el sector de las IFM. Unas consideraciones estructurales (como volver a centrarse en la actividad principal o retirarse de las finanzas internacionales) pueden reforzar este orden de preferencia en el proceso de reducción de los balances, mientras que unas condiciones de financiación temporales (como la posibilidad de obtener liquidez del banco central) pueden inducir a incrementar las tenencias de valores una vez concluida la fase inicial del proceso de desapalancamiento.

La mayor parte del ajuste se llevó a cabo mediante la contracción del crédito interbancario

La reducción del balance agregado de las IFM observada en 2009 no afectó a todas las clases de activos de la misma manera. El descenso de 329 mm de euros de los activos principales de las IFM se debió a las fuertes reducciones (de 440 mm de euros y 366 mm de euros, respectivamente) de los activos exteriores y de los préstamos a IFM de la zona del euro, mientras que el crédito concedido a residentes en la zona (tanto al sector privado como al público) aumentó en 379 mm de euros (véase gráfico A). Gran parte de la disminución de los activos exteriores fue resultado de la reducción de las tenencias frente a entidades de crédito extranjeras y refleja, en particular, la contracción de los cuantiosos flujos de

Gráfico A Principales tenencias de activos de las IFM de la zona del euro por sectores (excluidas acciones y otras participaciones)

(flujos trimestrales; mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

² Para más información sobre el orden de preferencia de liquidación de los activos, véase F. Allen y D. Gale, «Financial contagion», *Journal of Political Economy*, vol. 108, n.º 1, 2000, pp. 1-33.

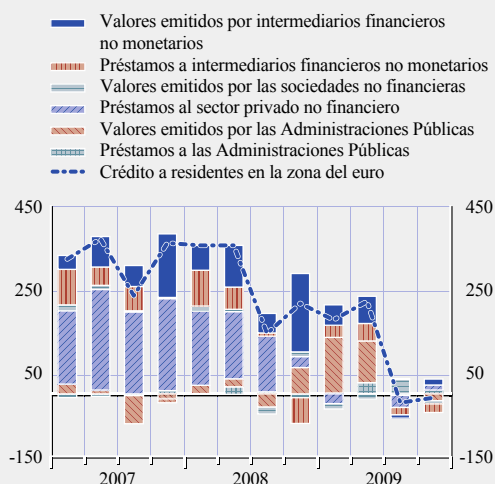
capital hacia los centros financieros anteriores a las turbulencias financieras³. Por lo tanto, la actividad interbancaria es la que se vio más afectada, en general, por el ajuste de los balances. Cerca de una tercera parte del descenso de las posiciones de préstamos frente a IFM de la zona del euro fue resultado de reducciones de los activos de las IFM frente al Eurosistema, que pueden atribuirse a la corrección de los considerables aumentos de estos activos registrados en septiembre y octubre de 2008, a raíz de la ampliación de las medidas de apoyo al crédito adoptadas por el BCE. Otro tercio se vio compensado por el incremento de las tenencias de valores emitidos por IFM de la zona del euro.

El crédito al sector privado se vio afectado en menor medida

En cuanto al crédito concedido a residentes en la zona del euro, la mayor parte del aumento observado en 2009 estuvo relacionado con el notable incremento (por un total de 251 mm de euros) de las tenencias de deuda pública. La inversión en deuda pública estuvo propiciada por la configuración de los tipos de interés en el transcurso del año, que proporcionó buenas oportunidades de beneficio, así como por otras de sus ventajas. En primer lugar, estos valores permitieron a las entidades de crédito invertir temporalmente los fondos disponibles en activos líquidos relativamente bien remunerados ante la limitada demanda de préstamos y la percepción por parte de las entidades de crédito de un mayor riesgo de impago de los préstamos. En segundo lugar, actuaron como refugio y como eficaz inversión alternativa que no requería mucho capital en una situación en la que las entidades de crédito procuraban reducir el nivel medio de riesgo de sus carteras. El crédito al sector privado no financiero, que comprende el crédito a los hogares y las empresas en forma de préstamos y valores (excluidas las acciones) y que representa la partida más importante del balance de las IFM, se redujo en 72 mm de euros en 2009 (véase gráfico B). Este descenso fue relativamente pequeño, en comparación con la reducción total de los balances de las IFM de la zona del euro, por lo que, de hecho, la proporción del crédito al sector privado no financiero en los activos principales de las IFM creció ligeramente. Sin embargo, esta disminución del crédito al sector privado no financiero, consecuencia de la reducción de los préstamos, se vio ampliamente compensada con un aumento (de 122 mm de euros) de las tenencias de valores emitidos por intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones. Gran parte del incremento de las tenencias de estos valores mantenidas por las IFM fue resultado de las titulizaciones retenidas durante el primer semestre del año, en la medida en que los valores creados a partir de préstamos eliminados de los balances de las IFM fueron recomprados por las IFM en cuestión, a menudo para utilizarlos como

Gráfico B Crédito a residentes en la zona del euro (excluidas acciones y otros valores de renta variable)

(flujos trimestrales; mm de euros; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

³ Véase el recuadro titulado «El papel de los activos y pasivos exteriores en el reciente proceso de desapalancamiento», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2009.

activos de garantía en las operaciones de liquidez del Eurosistema. En consecuencia, la reducción del crédito al sector privado no financiero no refleja una contracción real, sino más bien la reasignación de partidas dentro del balance.

Si se considera el detalle por instrumentos, un rasgo claramente distintivo del proceso de ajuste de los balances que se produjo en 2009 fue el esfuerzo realizado por las entidades de crédito por mejorar su liquidez ampliando sus posiciones de valores distintos de acciones. La adquisición de deuda pública, la sustitución de los préstamos entre IFM por valores de las IFM y la titulización de partes de sus carteras de préstamos (ajustes de los balances por un valor total de 387 mm de euros) permitieron a las entidades de crédito obtener liquidez del Eurosistema.

En general, la reducción de los balances de las IFM de la zona del euro se centró en recortar las posiciones entre IFM, tanto frente a IFM nacionales como extranjeras. Ello parece haber sido reflejo, principalmente, de la inversión del proceso de acumulación de activos que tuvo lugar antes de las turbulencias financieras. Al igual que la expansión de estas posiciones puede haber facilitado la abundante oferta de crédito al resto de la economía, la contracción de las posiciones entre IFM puede haber tenido un efecto negativo sobre los préstamos de las entidades de crédito al sector privado. Con todo, las escasas variaciones del crédito a las empresas y los hogares observadas en 2009 en el contexto de la importante reducción de los balances de las IFM de la zona del euro sugieren que las entidades de crédito han centrado su actividad principal en la concesión de préstamos.

MEJORA DE LAS CONDICIONES EN EL MERCADO MONETARIO

Las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro continuaron disminuyendo en 2009, a medida que las condiciones se normalizaron tras la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008. Esto quedó reflejado en las considerables reducciones registradas en los tipos de interés del mercado monetario y en los diferenciales de este mercado. Más concretamente, los diferenciales entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías cayeron sustancialmente con respecto a los máximos observados en octubre de 2008, aunque se mantuvieron elevados en términos históricos.

La mejora observada en la evolución del mercado monetario de la zona del euro fue resultado, principalmente, del apoyo extraordinario a la liquidez proporcionado por el BCE a las entidades de crédito de la zona, del sustancial recorte de los tipos de interés oficiales del BCE tras la intensificación de la crisis en el otoño de 2008

y de las intervenciones de los Gobiernos de la zona para respaldar a instituciones financieras con problemas. El Eurosistema continuó proporcionando abundantes volúmenes de liquidez al sistema financiero en 2009, y realizó todas sus operaciones de financiación aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Se ha de observar que las tres OFPML con vencimiento a un año, ejecutadas en junio, septiembre y diciembre de 2009, actuaron como catalizador para mejorar los niveles de liquidez a más largo plazo de las entidades de crédito, propiciando con ello una reducción de los diferenciales de tipos de interés por plazos en el mercado monetario y contribuyendo al mismo tiempo a sostener la concesión de crédito a la economía real por parte del sector bancario.

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías disminuyeron en todos los plazos en 2009, aunque el ritmo de descenso se ralentizó paulatinamente, y se situaron en unos niveles próximos a los mínimos históricos registrados hacia finales de año. Únicamente se

observaron incrementos entre finales de mayo y el 24 de junio, fecha en que se llevó a cabo la primera OFPML a un año a tipo de interés fijo y con adjudicación plena. Durante ese período, el exceso de liquidez, medido como la diferencia entre la liquidez total y las necesidades reales de liquidez del sistema, se redujo de forma significativa antes de la operación a un año, ya que las entidades de crédito prefirieron optar en la financiación proporcionada por el BCE por el plazo de vencimiento más largo, un año, liberando con ello los activos de garantía utilizados en las operaciones a más corto plazo que iban venciendo. Esto provocó aumentos temporales de los tipos de interés del mercado monetario, así como incrementos más pronunciados de los tipos de los *swaps* sobre el EONIA y, en menor medida, de los tipos a corto plazo sin garantías. Se ha de mencionar que el EONIA registró un aumento de unos 25 puntos básicos entre el 7 de mayo (fecha en que se anunciaron varias OFPML con vencimiento a un año) y el 24 de junio (día en que el Eurosistema ejecutó la primera de estas operaciones). El EURIBOR a un mes también se incrementó, aunque con un desfase y en menor grado, unos 11 puntos básicos entre el 19 de mayo y el 23 de junio. Tras la adjudicación de un volumen considerable de liquidez, 442,2 mm de euros, en la primera OFPML a un año del 24 de junio, el exceso de liquidez volvió a aumentar, alcanzando nuevos máximos históricos. En consecuencia, los tipos de interés del mercado monetario descendieron casi de inmediato en los mercados con garantías y sin garantías, y se situaron por debajo de los niveles observados a principios de mayo, alcanzando niveles históricamente bajos, en los que se mantuvieron posteriormente.

Más concretamente, si se consideran los tipos de interés sin garantías a tres meses, el EURIBOR a este plazo se situó próximo al 2,8% a principios de enero de 2009, un nivel muy inferior al máximo del 5,4% de octubre de 2008, y posteriormente siguió cayendo hasta situarse justo por debajo del 0,7% a finales de febrero de 2010. La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, medida por el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y

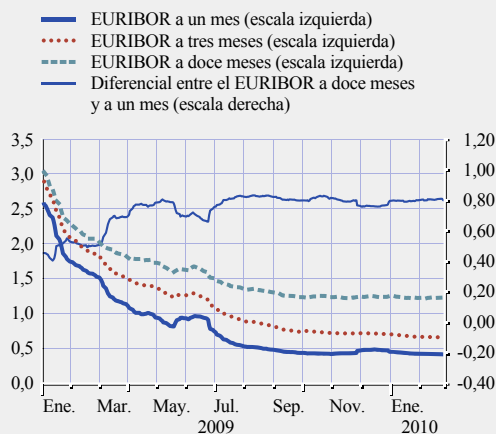
a un mes, aumentó su inclinación en 2009, aunque durante este período se observó cierta volatilidad. El diferencial se incrementó desde un mínimo de 41 puntos básicos a principios de 2009 hasta un máximo de 83 puntos básicos en julio, agosto y en octubre, reduciéndose, con posterioridad, marginalmente hasta situarse en unos 80 puntos básicos a finales de febrero de 2010 (véase gráfico 9).

En cuanto al segmento con garantías del mercado monetario, el EUREPO a tres meses se situó en torno al 1,8% a principios de enero de 2009, también muy por debajo del máximo del 4,4% de finales de septiembre de 2008, y posteriormente descendió de nuevo, hasta situarse justo por debajo del 0,4% a finales de febrero de 2010.

Como consecuencia de esta evolución, el diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías disminuyó gradualmente durante el año, aunque se observó cierta volatilidad. Finalmente alcanzó niveles bastante reducidos en comparación con los diferenciales registrados durante las fases iniciales de las turbulencias financieras en el segundo semestre de 2007, pero se mantuvo elevado en términos históricos. El diferencial

Gráfico 9 Tipo de interés de los mercados monetarios sin garantías

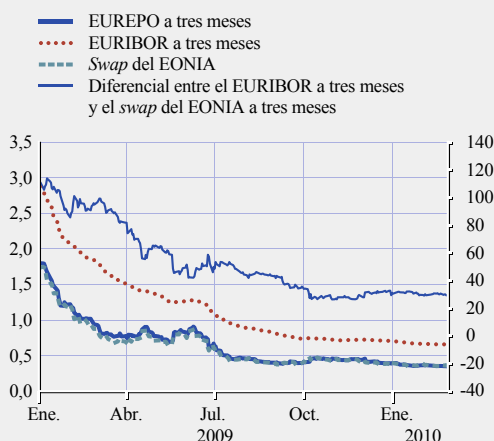
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

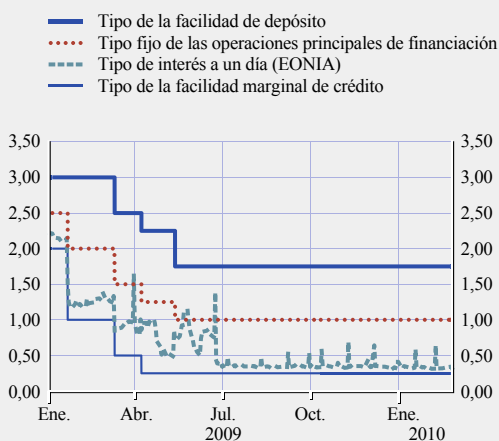
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

entre el EURIBOR a tres meses y el EUREPO al mismo plazo se redujo desde el máximo de 109 puntos básicos, a principios de enero, hasta situarse en 31 puntos básicos a finales de año y 29 puntos básicos a finales de febrero de 2010 (véase gráfico 10).

Si se consideran los tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario, la evolución del EONIA refleja, en gran parte, el generoso apoyo a la liquidez proporcionado por el Eurosistema a las entidades de crédito de la zona del euro desde octubre de 2008. En el primer semestre de 2009, hasta que se realizó la primera OFPML a un año a finales de junio, el comportamiento del EONIA presentó tres características reseñables. En primer lugar, experimentó un descenso significativo tras los nuevos recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en ese período. En segundo lugar, salvo raras excepciones, se mantuvo bastante por debajo del tipo de interés fijo aplicado en las operaciones principales de financiación y en las OFPML del Eurosistema, como consecuencia del exceso de liquidez existente en el sistema, y la liquidez se proporcionó aplicando un procedimiento a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación y en las OFPML

a uno, tres y seis meses. En tercer lugar, el EONIA continuó siendo muy volátil, debido a las constantes fluctuaciones del exceso de liquidez disponible en el sistema. En cambio, tras la adjudicación de 442,2 mm de euros en la OFPML a un año del 24 de junio, que aseguró que el exceso de liquidez sería abundante durante largo tiempo, y el EONIA se estabilizó en unos 10 puntos básicos, en promedio, por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, permaneciendo en esos niveles hasta finales de febrero de 2010. Las únicas excepciones fueron los pequeños repuntes registrados el último día de cada período de mantenimiento, cuando se llevaron a cabo operaciones de ajuste para absorber liquidez. Las OFPML a un año realizadas posteriormente, en septiembre y diciembre, en las que se adjudicaron 75,2 mm de euros y 96,9 mm de euros, respectivamente, también contribuyeron a que el EONIA se mantuviera relativamente estable hasta febrero de 2010 (véase gráfico 11).

EL RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA DE LA ZONA DEL EURO SE MANTUVO EN NIVELES REDUCIDOS

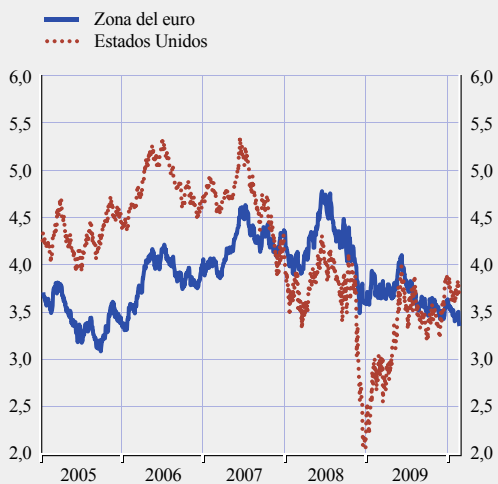
Tras experimentar variaciones moderadas a lo largo del año, el rendimiento de la deuda pública

a largo plazo de la zona del euro se situó, a finales de 2009, en niveles próximos a los observados a finales de 2008, en claro contraste con el pronunciado aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses. A principios de 2009, el rendimiento de la deuda soberana a diez años se situaba, a ambos lados del Atlántico, en niveles más bajos que las medias históricas, como consecuencia de marcados recortes de los tipos de interés oficiales, de revisiones a la baja de los riesgos de inflación y de importantes desplazamientos de fondos desde los activos de riesgo hacia la mejor calidad de la deuda pública. El rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo había experimentado un notable descenso hacia finales de 2008, y se encontraba, a comienzos de 2009, en el nivel más bajo registrado en las cuatro últimas décadas. En retrospectiva, puede considerarse que la disminución del rendimiento de los bonos estadounidenses observada en el cuarto trimestre de 2008 estuvo relacionada con excesivos temores de deflación. En efecto, el rendimiento de los bonos estadounidenses repuntó de forma significativa en el primer semestre de 2009. En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública, que no había experimentado anteriormente una reducción tan acusada, mostró un aumento mucho menos apreciable en ese período (véase gráfico 12). Tras registrar ligeros descensos con respecto a los máximos alcanzados a mediados de junio, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y de Estados Unidos se situó en el 3,6% y el 3,9%, respectivamente, a finales de 2009.

El marcado incremento general del rendimiento de los bonos estadounidenses invirtió la brecha observada a finales de 2008 entre los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos, de modo que, a finales de 2009, el rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años acabó por superar al de la correspondiente deuda pública de la zona del euro. En general, los diferenciales de deuda soberana entre países de la zona del euro se estrecharon de forma significativa a partir de marzo, tras haber alcanzado nuevos máximos al

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Reuters, Bloomberg, EuroMTS, Reuters y BCE.

Notas: Hasta enero de 2007, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se refería a los bonos a diez años o con el vencimiento más próximo a este plazo. Desde enero de 2007, el rendimiento de los bonos a diez años de la zona del euro se representa mediante el rendimiento del bono a diez años a la par que se deriva de los bonos soberanos de la zona del euro con calificación triple A, según estimaciones del BCE. Para Estados Unidos se indica el rendimiento de los bonos a diez años.

inicio del año. Sin embargo, ante la renovada inquietud respecto a la solvencia de las finanzas públicas, estos diferenciales volvieron a ampliarse, hasta situarse, al final del año, muy por encima de los niveles anteriores a la crisis.

En general, la evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo puede interpretarse como el resultado neto de dos conjuntos de factores determinantes. Por un lado, los principales factores que ejercieron presiones al alza sobre el rendimiento de la deuda pública fueron unas perspectivas macroeconómicas más alentadoras y una nueva y abundante oferta de deuda pública soberana. A su vez, las expectativas de oferta de deuda pública estuvieron determinadas por las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas para hacer frente a sus planes de rescate a gran escala de las instituciones financieras y a sus planes de estímulo. También estuvieron determinadas por las expectativas de disminución de los ingresos impositivos y de aumento de las

prestaciones por desempleo, como consecuencia de la recesión. Por otro lado, estos factores se vieron contrarrestados por una fuerte demanda de deuda pública por parte de inversores del sector privado. Además, en la zona del euro, los tipos de interés oficiales del BCE se recortaron sensiblemente entre enero y mayo. Por último, en Estados Unidos, el programa de adquisiciones a gran escala de bonos a largo plazo de la Reserva Federal contribuyó temporalmente a frenar el aumento del rendimiento de esos bonos.

A comienzos de 2009, al igual que en otros segmentos de los mercados financieros, la evolución de los principales mercados de deuda pública fue reflejo, en gran medida, de los temores de los inversores y de la incertidumbre respecto a la fragilidad del sector financiero y a la duración y profundidad de la recesión mundial. Tal y como señalaban los tipos de los futuros y los tipos *forward*, a ambos lados del Atlántico se esperaba que los tipos de interés oficiales se mantuviesen en niveles reducidos durante un largo período de tiempo. Sin embargo, el descenso del rendimiento de la deuda pública observado en el segundo semestre de 2008 se detuvo a principios de 2009, momento en el que los inversores en los mercados de renta fija parecieron reducir o invertir los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad y disminuyó, probablemente, su preocupación respecto a la existencia de presiones deflacionistas. Asimismo, los inversores fueron cada vez más conscientes de que las Administraciones Públicas tendrían ingentes necesidades de financiación en el futuro, a tenor de las medidas de apoyo a las entidades de crédito adoptadas a ambos lados del Atlántico.

En Estados Unidos, cuando el rendimiento de los bonos a diez años alcanzó su nivel máximo del 4% a mediados de 2009, había subido unos 175 puntos básicos respecto al nivel de diciembre de 2008. Este aumento se interrumpió al producirse una fuerte caída, en términos históricos, del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo, que descendió 48 puntos básicos en un día, el 18 de marzo, tras el anuncio del programa de

adquisiciones a gran escala de bonos del Tesoro por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, poco después, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo volvió a aumentar. Los efectos del programa de adquisiciones y de otras medidas cuantitativas de relajación de la política monetaria fueron ampliamente contrarrestados por la expectativa, por parte de los inversores, de una abundante oferta de bonos estadounidenses en el futuro y por la reversión de sus anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Cabe destacar que el fuerte aumento del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo compensó el pronunciado descenso observado al final del año anterior.

Por el contrario, en la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública se elevó de forma más moderada en el primer semestre del año, registrando un aumento de unos 35 puntos básicos a mediados de junio. Aunque también en la zona del euro uno de los probables factores determinantes del rendimiento de la deuda pública fue la reversión de los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, la presión al alza del riesgo de deuda soberana sobre el rendimiento de la renta fija pareció disminuir ligeramente a partir de marzo. En efecto, después de alcanzar niveles máximos en febrero y a primeros de marzo, los diferenciales de deuda soberana (frente a la deuda pública alemana) y las respectivas primas de los seguros de riesgo de crédito experimentaron una notable corrección a la baja, hasta tocar fondo en agosto.

En el segundo semestre del año, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo mostró una tendencia lentamente descendente a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, en el transcurso del mes de diciembre el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo registró un marcado aumento, de 60 puntos básicos, como resultado, posiblemente, de la finalización del programa de adquisiciones de la Reserva Federal. En la zona del euro, el elevado volumen de emisión encontró una fuerte demanda de activos seguros, reflejo de los recurrentes temores de los participantes en el mercado respecto a la

fragilidad de la recuperación económica en curso. La aprensión suscitada por las futuras necesidades de financiación de los emisores soberanos resurgió con fuerza tras la revisión del déficit público realizada por el Gobierno griego a principios de octubre y la posterior rebaja de la calificación crediticia de la deuda pública griega por parte de tres importantes agencias de calificación. Con ello, los diferenciales de deuda pública griega se aproximaron a los máximos alcanzados a primeros de año, mientras que la mayor parte de los demás diferenciales de deuda soberana de la zona del euro se vieron afectados en mucha menor medida (véase recuadro 7). Al final del año, el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA a diez años de la zona del euro se situaba en el 3,6%, un nivel históricamente bajo, y los tipos de interés a corto plazo habían descendido notablemente, de modo que la curva de rendimientos de la zona acabó el año con una pendiente particularmente acusada.

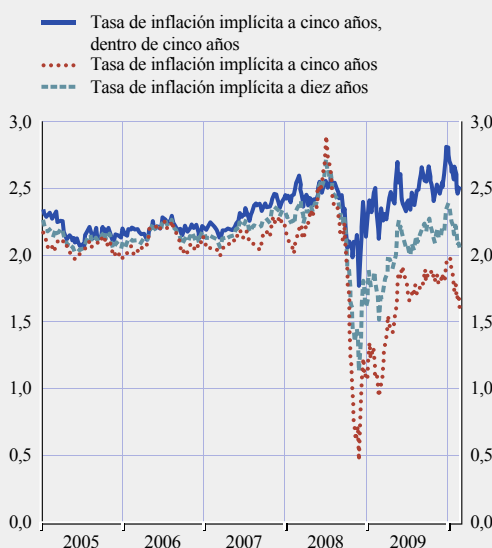
A diferencia de los tipos de interés nominales a largo plazo, el rendimiento real de la deuda pública de la zona del euro mostró una clara tendencia a la baja a lo largo del año, con descensos de 100 y 45 puntos básicos en los vencimientos a cinco y diez años, respectivamente. En consecuencia, el rendimiento *forward* de los bonos indicados con la inflación a cinco años, dentro de cinco años, se mantuvo, en general, estable. La interpretación más común sería que estos patrones fueron reflejo de las perspectivas macroeconómicas, cada vez más desfavorables a corto plazo y algo sombrías a largo plazo, según la percepción de los inversores en los mercados de renta fija de la zona del euro. Sin embargo, la evolución de los mercados de bonos indicados con la inflación en 2009 ha de interpretarse con cautela, debido a que estos mercados estuvieron sometidos a fuertes perturbaciones hacia finales de 2008, con niveles anormalmente altos de rendimiento real en un entorno de crisis económica. A lo largo de 2009, la situación de liquidez mejoró ligeramente en todos los plazos. Además, se redujeron los desequilibrios entre la oferta y la demanda (especialmente en los plazos más largos). Aunque en el primer semestre de 2009 la oferta de bonos a largo plazo indicados

con la inflación era prácticamente inexistente, finalmente se recuperó y se espera que aumente más en 2010. Pese a que los mercados se normalizaron en cierta medida, todavía no han vuelto a un funcionamiento totalmente fluido.

También requiere cautela la interpretación de la evolución de las tasas de inflación implícitas (es decir, la diferencia entre el rendimiento nominal y el rendimiento real de los bonos a los mismos plazos). En condiciones de mercado normales, estas tasas representan, en buena medida, las expectativas de inflación de los inversores y las correspondientes primas de riesgo de inflación. Sin embargo, los citados procesos de ajuste de los mercados de bonos indicados con la inflación excluyen esta interpretación y apuntan a la importancia de tener en cuenta los factores técnicos de mercado a la hora de interpretar las variaciones de las tasas de inflación implícitas. Como resultado de la evolución de los rendimientos nominal y real, en 2009, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años aumentaron 90 y 80 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el

Gráfico 13 Tasas de inflación implícita de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

2% y el 2,4% al final del año (véase gráfico 13). En consecuencia, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de cinco años, aumentó 70 puntos básicos, situándose en el 2,8% al final del año. Dada la volatilidad todavía elevada de las tasas de inflación implícitas *spot* y *forward*, estos datos no son incompatibles con unas expectativas de inflación a medio y largo plazo firmemente ancladas. De hecho, los correspondientes tipos *forward* obtenidos de los *swaps*, que fueron mucho menos volátiles, solo aumentaron 15 puntos básicos. Además, las expectativas de inflación a medio y largo plazo recogidas en la encuesta de Consensus Economics se mantuvieron también muy estables, en el 1,9%, a lo largo de 2009.

La incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios de los bonos, reflejada en las volatilidades obtenidas de los precios de las opciones, disminuyó de forma significativa en el transcurso del año. En comparación con los niveles excepcionalmente altos registrados a finales de 2008, la volatilidad de los mercados de renta fija se redujo aproximadamente a la mitad a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, como reflejo de la incertidumbre respecto a la magnitud de las necesidades futuras de financiación de las Administraciones Públicas y a la fortaleza de la recuperación macroeconómica, a finales de año la volatilidad se situaba todavía por encima de los niveles observados antes del inicio de las turbulencias financieras en 2007.

En los dos primeros meses de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos, disminuyó aproximadamente 25 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3,4% y el 3,6%, respectivamente, el 26 de febrero. Aunque el rendimiento de la deuda soberana de elevada calidad de la zona del euro descendió de forma moderada, la agudización de los temores del mercado respecto a la sostenibilidad de la situación presupuestaria de algunos países dio lugar a un marcado aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de estos emisores soberanos. En consecuencia, los diferenciales de deuda soberana de algunos países de la zona del

euro volvieron a ampliarse. La mayor ampliación observada entre finales de diciembre de 2009 y finales de febrero de 2010 fue la registrada por el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública griega a largo plazo y el de la deuda pública alemana, que se amplió en casi 100 puntos básicos. Durante el mismo período, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y diez años de la zona del euro se redujeron en torno a 35 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 1,6% y el 2%, respectivamente, a finales de febrero de 2010. En consecuencia, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de cinco años, disminuyó 30 puntos básicos, situándose en el 2,5% a finales de febrero de 2010.

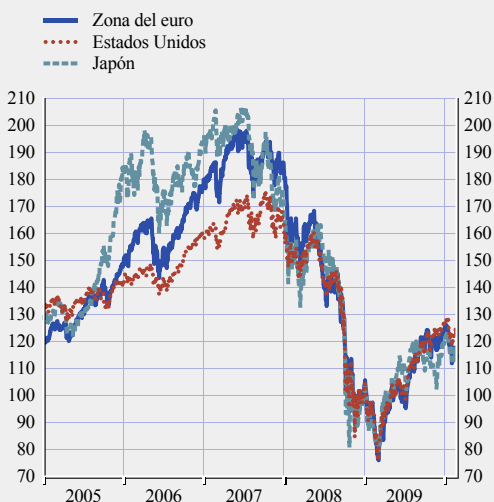
FUERTE SUBIDA DE LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES EN LA ZONA DEL EURO

Tras seguir bajando en los dos primeros meses de 2009, los precios de las acciones subieron de forma extraordinaria a lo largo del año a escala mundial, como resultado del retorno de la confianza y de la disminución de la aversión al riesgo por parte de los inversores, ante las medidas de apoyo a gran escala adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales. En comparación con los niveles de finales de 2008, los principales índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón ganaron en torno a un 23%, 23% y 19%, respectivamente. En la zona del euro, los precios de las acciones subieron de forma especialmente pronunciada en el sector financiero, recuperándose de las bajísimas cotas alcanzadas anteriormente. El repunte de los mercados bursátiles estuvo determinado por las mejores perspectivas de beneficios empresariales, los bajos tipos de interés reales y un notable descenso de la prima de riesgo de las acciones (es decir, la compensación que exigen los inversores por el riesgo de invertir en acciones). La volatilidad de los mercados de renta variable se redujo aproximadamente a la mitad en comparación con finales de 2008.

En los dos primeros meses de 2009, los mercados bursátiles de las principales economías mantuvieron la tendencia a la baja iniciada el año anterior (véase gráfico 14). Los inversores siguieron mostrando una elevada aversión al

Gráfico 14 Principales índices bursátiles

(cambio de base de los índices a 100 el 30 de diciembre de 2008; datos diarios)

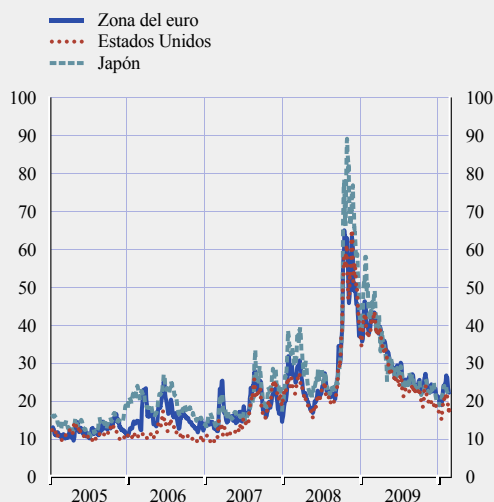


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 15 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

riesgo y la volatilidad de los mercados de renta variable se mantuvo ligeramente por encima de la observada a finales de 2008 (véase gráfico 15). El clima de los mercados de renta variable mejoró finalmente a principios de marzo, tras la publicación de datos económicos positivos y ante una mayor confianza en las medidas adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales. Los buenos resultados de las entidades de crédito estadounidenses fueron unos de los primeros datos importantes que estimularon los mercados de valores. Las medidas destinadas a hacer frente a la crisis económica y financiera debatidas en la reunión celebrada por el Consejo Europeo en Bruselas en marzo y por el G-20 en Londres en abril fueron bien recibidas por los participantes en el mercado y estimularon aún más la confianza de los inversores.

En la zona del euro, la publicación de datos positivos sobre las expectativas de los consumidores y las empresas (esto es, una

mejora de la confianza de estos sectores recogida en la encuesta de la Comisión Europea) impulsó la subida de los precios de las acciones en el primer semestre de 2009. Sin embargo, la incertidumbre acerca del verdadero estado del sistema financiero tendió a frenar la euforia en los mercados de renta variable. Por consiguiente, las medidas adoptadas por los bancos centrales para apoyar al sector bancario fueron bien recibidas por los participantes en los mercados de valores.

En el tercer trimestre de 2009, los precios de las acciones volvieron a subir, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de la disminución de la aversión al riesgo, aunque las subidas fueron algo más moderadas en el último trimestre. A finales de noviembre, los mercados de renta variable se vieron afectados negativamente por el anuncio por parte de un *holding* estatal de Dubai de que había solicitado a los acreedores una moratoria

de seis meses para el reembolso de su deuda. Con toda probabilidad, el impacto de corta duración de esta noticia sobre los mercados bursátiles fue reflejo de la persistente inquietud de los mercados respecto a la fragilidad de los balances de las empresas públicas y privadas. A la hora de analizar el fuerte repunte de los precios de las acciones registrado en 2009, hay que recordar que partió de niveles muy bajos. Al final del año, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos se situaban todavía un 37% y un 26%, respectivamente, por debajo de sus niveles de finales de junio de 2007. La volatilidad de los mercados de renta variable se normalizó también de forma significativa a lo largo del año, aunque se encontraba todavía en niveles ligeramente superiores a los observados antes de la crisis.

El aumento de los precios de las acciones estuvo impulsado, en cierta medida, por el crecimiento de las expectativas de beneficios a corto plazo. Para las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción prevista en los próximos doce meses alcanzó un mínimo histórico de casi el -4% en primavera, pero luego se elevó de forma significativa, hasta situarse en el 30% en diciembre. Sin embargo, incluso estas perspectivas positivas de beneficios solo representan un repunte parcial respecto a la fuerte caída de los beneficios efectivos, que bajaron en torno a un 35% entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009.

Por sectores, en la zona del euro, los precios de las acciones subieron un 31% en el sector financiero, y solo un 19% en el sector no financiero. En Estados Unidos, en el período transcurrido desde marzo, los resultados del sector financiero también fueron mejores que los del sector no financiero. Sin embargo, en el conjunto del año, los precios de las acciones subieron más en el sector no financiero que en el financiero (el 27%, frente al 14%).

A comienzos de 2010, la tendencia al alza que venían mostrando los precios de las acciones prosiguió hasta mediados de enero.

Posteriormente, los índices bursátiles amplios descendieron ligeramente a ambos lados del Atlántico y la volatilidad implícita se elevó temporalmente. Un posible factor determinante de esta evolución puede haber sido la preocupación del mercado respecto a la situación de las finanzas públicas, con la consiguiente disminución de la tolerancia al riesgo de los inversores. En general, en los dos primeros meses de 2010, los precios de las acciones bajaron en torno al 7% y el 1%, respectivamente, en la zona del euro y en Estados Unidos.

ATONÍA DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

El endeudamiento de los hogares continuó mostrando signos de abatimiento en 2009, reflejo de la elevada incertidumbre existente en torno a las perspectivas de renta y del mercado de la vivienda, especialmente en la primera mitad del año. Al mismo tiempo, las entidades de crédito continuaron endureciendo los criterios aplicados para la concesión de préstamos y créditos, aunque el endurecimiento fue aliviándose a lo largo del año. Las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas del mercado de la vivienda fueron los principales factores determinantes de dicha evolución. Las entidades de crédito informaron de un aumento de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda, que pasó a ser positiva en el segundo trimestre del año, mientras que la demanda neta de otras modalidades de préstamo se aproximó a cifras positivas hacia finales de año.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, que son la principal fuente de financiación de este sector, se redujo hasta situarse en el 1,3% al final de 2009, frente al 1,7% de finales de 2008. Este descenso fue menor que el observado en 2008, ya que el crédito otorgado a los hogares se recuperó ligeramente hacia finales de año, tras haber registrado tasas de crecimiento negativas en torno a mediados de 2009. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las instituciones financieras no monetarias (es decir, los otros intermediarios financieros, las empresas de seguro y los fondos de pensiones)

a los hogares siguió siendo superior a la de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares. Esto se debe, en parte, al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance o reales, en las que los préstamos se dan de baja (es decir, se eliminan de los balances de las IFM) y posteriormente se registran como préstamos concedidos por los OIF. Aunque el nivel de operaciones de titulización en 2009 fue sustancialmente inferior al observado en 2008, se mantuvo en niveles elevados en el primer semestre del año.

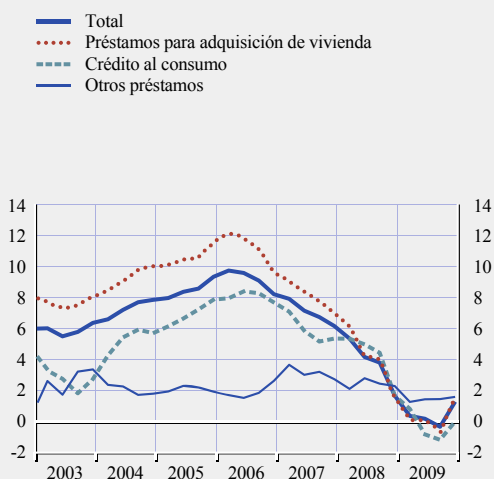
El detalle por finalidad de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares indica que los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal factor impulsor del crédito otorgado a este sector en 2009. La tasa de crecimiento interanual de esta modalidad de préstamo se situó en el 1,5% en diciembre de 2009, sin variaciones con respecto a diciembre de 2008 (véase gráfico 16), lo que oculta un fuerte descenso en el primer semestre de 2009 y una mejora moderada, aunque constante, en el segundo. Esta evolución debe considerarse en un contexto de caída de los precios de la vivienda y de la actividad en este mercado en algunas economías de la zona del

euro. Al mismo tiempo, los flujos positivos observados en la segunda mitad del año podrían haber reflejado un aumento de la demanda tras la disminución de los precios de la vivienda. La estabilización de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda fue asimismo consecuencia de unos tipos hipotecarios más bajos, resultantes de la transmisión de la serie de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE entre octubre de 2008 y mayo de 2009. Los tipos aplicados por las IFM a los préstamos para adquisición de vivienda se redujeron 151 puntos básicos entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009 (véase gráfico 17). Este descenso fue especialmente evidente en los préstamos con período inicial de fijación del tipo hasta un año, en los que los tipos de interés disminuyeron 238 puntos básicos, mientras que los aplicados a los préstamos con período inicial de fijación de más de diez años experimentaron una reducción de 87 puntos básicos.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo descendió y se situó en el 0% en diciembre de 2009, desde el 1,7% registrado a finales de 2008. La evolución de esta modalidad de crédito fue similar a la observada en los

Gráfico 16 Préstamos concedidos por las IFM a los hogares

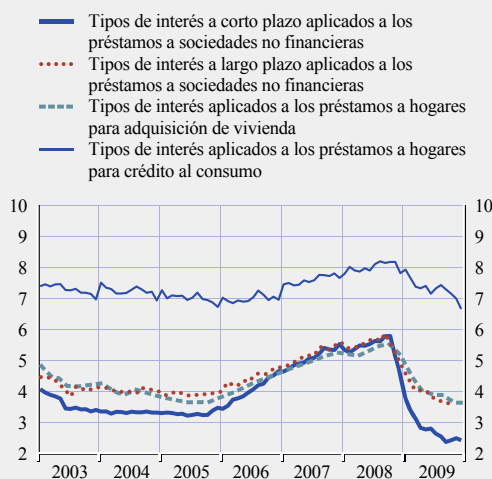
(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

préstamos para adquisición de vivienda, aunque la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo se situó en niveles aún más negativos a mediados de año. Esta dinámica puede explicarse por el bajo nivel de confianza de los consumidores durante el año. En 2009, los tipos de interés aplicados por las IFM a esta modalidad de crédito se redujeron 116 puntos básicos, en promedio.

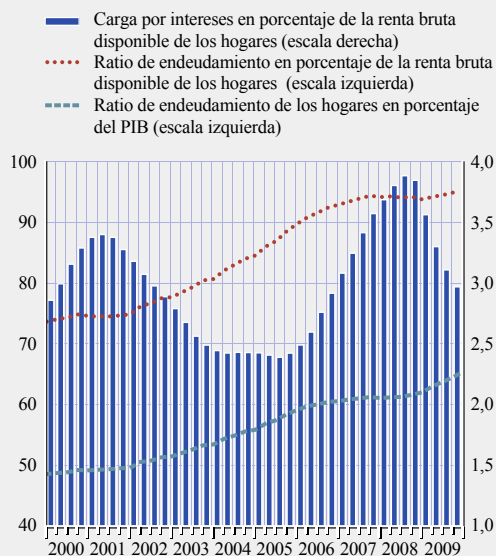
DISMINUCIÓN DE LA CARGA POR INTERESES DE LOS HOGARES

Dado que el saldo de deuda de los hogares continuó aumentando de forma moderada y que su renta disponible no reaccionó inmediatamente a los cambios observados en el crecimiento económico, la deuda de este sector en relación con su renta disponible fue bastante estable en 2009 y, según las estimaciones, era de aproximadamente el 95% en el cuarto trimestre de 2009, ligeramente superior al nivel observado

en 2008 (véase gráfico 18). En cambio, según los datos de las cuentas integradas de la zona del euro, la deuda en relación con el PIB de los hogares aumentó más de 2 puntos porcentuales durante el año, hasta situarse próxima al 65% en el cuarto trimestre de 2009. El descenso registrado en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos hizo que la carga por intereses de este sector (medida como los pagos por intereses en porcentaje de la renta disponible) se redujera considerablemente, situándose en el 3% en el cuarto trimestre de 2009, frente al máximo del 3,9% del tercer trimestre de 2008. También se ha de mencionar que existe un elevado grado de heterogeneidad en el endeudamiento de los hogares de la zona del euro. En particular, en algunas partes de la zona, el elevado endeudamiento está coincidiendo con una actividad económica débil o con la persistencia de signos de sobrevaloración en mercado de la vivienda. Además, existen también diferencias entre países en cuanto al período de fijación del tipo de interés predominante. A este respecto, existe un mayor riesgo de tipo de interés en aquellos países en los que la financiación ha cambiado con mayor rapidez hacia los préstamos a corto plazo en respuesta a las reducciones de los tipos de interés.

Gráfico 18 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(en porcentaje)



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 por servicios financieros. Los datos del último trimestre se han estimado en parte.

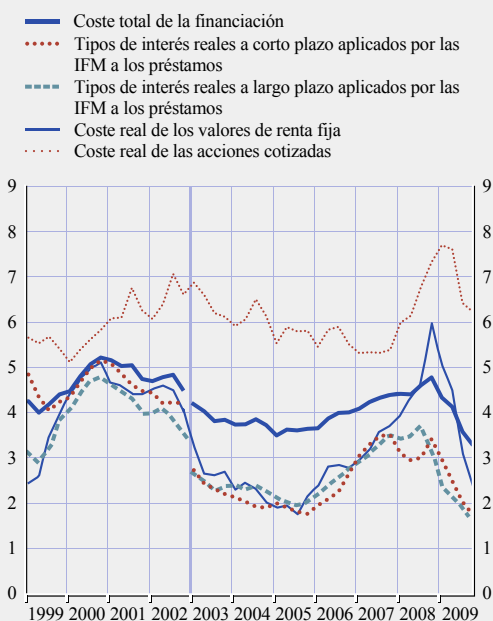
EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA SE REDUJO CONSIDERABLEMENTE

Pese a la considerable disminución del coste de la financiación externa a lo largo de 2009, el recurso a esta fuente por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se contrajo sustancialmente, como consecuencia, fundamentalmente, de la atonía de la demanda de préstamos en un entorno económico sombrío. No obstante, el proceso de apalancamiento de este sector continuó aumentando, impulsado por un deterioro especialmente acusado de la rentabilidad empresarial.

Tras registrar un máximo histórico en noviembre de 2008, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo de manera acusada y continua a lo largo de 2009 (véase gráfico 19), como consecuencia de la moderación generalizada del

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

(en porcentaje)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste del capital, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series.

coste de todas las fuentes de financiación. A finales de año, el coste real total de la financiación externa se había situado en el nivel más bajo registrado desde 1999.

En cuanto al coste de la financiación bancaria, el descenso de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en 2009 se debió principalmente a la transmisión gradual a los clientes de las entidades de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE llevadas a cabo entre octubre de 2008 y mayo de 2009. En general, esto sugiere que las entidades de crédito de la zona del euro continuaron trasladando a su clientela los recortes de los tipos de interés oficiales, coincidiendo, en líneas generales, con patrones históricos (véase

recuadro 4). La evolución de los costes de la financiación a corto plazo de las entidades de crédito resulta influenciada fundamentalmente por las variaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, mientras que los tipos aplicados a los préstamos a más largo plazo reflejan principalmente los movimientos observados en los rendimientos de la deuda pública.

Entre el final de 2008 y el final de 2009, cuando el EURIBOR a tres meses cayó casi 260 puntos básicos, los tipos de interés nominales a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se redujeron 210 puntos básicos. En consecuencia, pese al leve repunte de las expectativas de inflación observado desde mayo de 2009, los tipos reales a corto plazo aplicados por las entidades a los préstamos registraron un descenso de 158 puntos básicos. Las variaciones de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos fueron aún más pronunciadas que las de los rendimientos correspondientes de la deuda pública a largo plazo. Los tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a más largo plazo descendieron unos 120 puntos básicos en 2009, bastante más que la caída de 65 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a cinco años. Por consiguiente, los diferenciales entre los tipos aplicados por las entidades a los préstamos a largo plazo y los tipos de mercado a plazos similares tendieron a reducirse sustancialmente en 2009, lo que supuso una reversión de la ampliación acusada de los diferenciales registrada el año anterior. En general, los tipos reales a largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos se redujeron 130 puntos básicos entre el final de 2008 y el final de 2009.

De igual modo, el pronunciado descenso del coste real de la financiación mediante valores de renta fija, 389 puntos básicos en ese mismo período, se debió no solo a la reducción de los rendimientos de la deuda pública, sino también al estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia

entre los rendimientos de estos valores y los de la deuda pública). Estos diferenciales empezaron a disminuir a principios de 2009, reduciéndose en todas las categorías de calificación crediticia y retrocediendo hasta situarse en niveles incluso por debajo de los registrados en agosto de 2008 (es decir, poco antes del aumento generalizado de los diferenciales causado por la intensificación de la crisis financiera). La disminución gradual de la percepción de riesgo y la leve recuperación de la inclinación por el riesgo por parte de los inversores en 2009 provocaron una reducción especialmente acusada de los diferenciales de los bonos con calificación crediticia baja y de los bonos clasificados como especulativos en cuanto

a su calidad crediticia. Por ejemplo, entre el final de 2008 y el final de 2009, los diferenciales de los bonos de alta rentabilidad de la zona del euro cayeron 1.500 puntos básicos, en comparación con un descenso de 100 puntos básicos en los bonos con calificación AAA.

Por último, el coste real de la emisión de acciones cotizadas también experimentó un marcado descenso en 2009, situándose en su media de largo plazo al final del año. Esta evolución se vio favorecida por el acusado repunte de los precios de las acciones atribuible a la recuperación de la confianza y a la menor aversión al riesgo de los inversores.

Recuadro 4

EVALUACIÓN DE LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DEL BCE A LOS PRINCIPALES TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A SU CLIENTELA EN LA ZONA DEL EURO

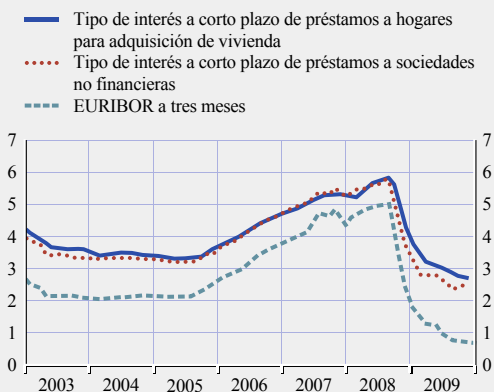
El canal de los tipos de interés de la política monetaria remite a la transmisión de los tipos de interés de la política monetaria a los tipos aplicados por las entidades de crédito. En la zona del euro, este canal de transmisión ha de considerarse como el proceso básico a través del cual la política monetaria influye, en última instancia, en la actividad real y en la inflación, debido al papel predominante que desempeña el sector bancario a la hora de proporcionar financiación al sector privado no financiero¹. Normalmente, los recortes de los tipos de interés oficiales se traducen en variaciones en líneas generales similares de los tipos de interés de mercado, especialmente en los plazos más cortos. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela se determinan habitualmente, e incluso se indican, con respecto a los tipos de mercado en los plazos correspondientes. Por lo tanto, se espera que los ajustes de los tipos de interés oficiales se reflejen, en gran parte, en los costes de financiación bancaria a los que han de hacer frente los hogares y las empresas. Con este trasfondo, en el presente recuadro se evalúa la medida en que las entidades de crédito de la zona del euro han trasladado, en el período transcurrido hasta diciembre de 2009, los sucesivos recortes de los tipos de interés oficiales que se iniciaron en el cuarto trimestre de 2008².

Entre octubre de 2008 y mayo de 2009, el BCE rebajó el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación, desde el 4,25%, hasta un mínimo histórico del 1%.

- 1 Para una descripción más detallada de este proceso, véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de agosto de 2009.
- 2 Este recuadro se centra en la evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras, que son los principales productos de crédito que figuran en el activo del balance de las IFM. Así pues, en el tercer trimestre de 2009, los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras representaron, respectivamente, el 16% y el 15% de los activos totales de las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema).

Gráfico A Tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras y EURIBOR a tres meses

(en porcentaje)

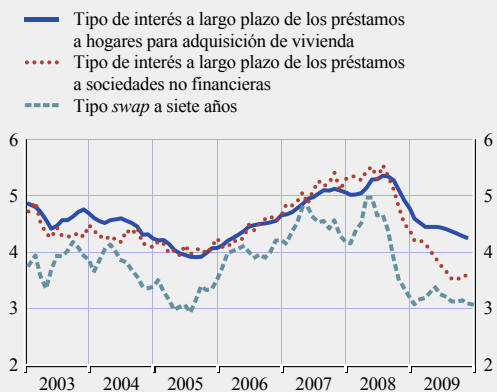


Fuente: BCE.

Nota: El tipo de interés a corto plazo es el tipo sin fijación inicial o con período inicial de fijación hasta un año.

Gráfico B Tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras y tipo swap a siete años

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El tipo de interés a largo plazo considerado es el tipo con período inicial de fijación de más de un año. Las distintas bandas de períodos iniciales de fijación del tipo se han ponderado utilizando los volúmenes de nuevas operaciones.

En paralelo con los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE (y, posiblemente, como resultado de los mismos) y con la provisión extraordinaria de liquidez del banco central, los tipos de interés de mercado a corto y a largo plazo disminuyeron de forma acusada en el cuarto trimestre de 2008 y a lo largo de 2009. Por ejemplo, entre finales de septiembre de 2008 y diciembre de 2009, el EURIBOR a tres meses bajó 431 puntos básicos, hasta el 0,71%, mientras que el tipo *swap* a siete años se redujo 156 puntos básicos, hasta el 3,09%. Tal y como se desprende de los gráficos A y B, también parece que las entidades de crédito de la zona del euro trasladaron en gran medida los descensos de los tipos de mercado observados en este período. Por ejemplo, en lo que se refiere a los tipos de interés a corto plazo de los préstamos (es decir, sin fijación inicial del tipo o con período inicial de fijación hasta un año), los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras disminuyeron en torno a 309 y 336 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico A). De forma similar, en lo relativo a los tipos de interés a largo plazo de los préstamos (es decir, con período inicial de fijación del tipo de más de un año), los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras bajaron alrededor de 111 y 200 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico B)³.

Si bien es cierto que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos han descendido de forma significativa desde que empezaron a recortarse los tipos de interés oficiales del BCE, también está claro que, a excepción de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a empresas, las IFM de la zona del euro solo han trasladado parte de este descenso, hasta el momento. Sin embargo, ello no se contradice necesariamente con los patrones históricos, que sugieren que, por lo general, las entidades de crédito trasladan sólo gradualmente las variaciones de los tipos de interés oficiales y de los de mercado a los que aplican a su clientela. En otras palabras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos tienden a

³ Cabe destacar que, en diciembre de 2009, varios tipos de interés de las IFM alcanzaron su nivel más bajo desde el inicio, en enero de 2003, de las estadísticas armonizadas de tipos de interés aplicados por las IFM.

mostrar cierto grado de rigidez en su respuesta a cambios en la política monetaria. Además, estas fricciones son frecuentemente asimétricas, en el sentido de que los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos tienden a ajustarse más rápidamente a subidas de los tipos de interés oficiales que a rebajas de estos tipos. La magnitud y la velocidad de transmisión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos se asocian a menudo al grado de imperfección de la competencia en el sector bancario y a la presencia de costes nominales de ajuste o «costes de menú». Estas fricciones pueden disuadir a las entidades de crédito de responder regularmente a variaciones de los tipos de interés oficiales y de los tipos de mercado, y las entidades pueden decidir, por el contrario, retrasar el ajuste de los tipos de interés que aplican a los préstamos hasta que la variación de los tipos de interés de mercado supere un determinado umbral⁴. Otros factores relacionados con la intermediación financiera (como los costes derivados del riesgo de tipos de interés y del riesgo de crédito, el grado de aversión al riesgo de las entidades de crédito, los gastos de explotación unitarios, la liquidez de las entidades y la diversificación de los productos) pueden afectar a la evolución de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y los tipos de mercado. En el presente recuadro no se analizan estos factores adicionales.

Según la literatura que trata este tema, la transmisión de los tipos de interés de la política monetaria a los tipos de interés bancarios, a través de los tipos de mercado, puede describirse utilizando un modelo de corrección del error, en el que las variaciones de un tipo de interés bancario específico se regresan sobre las variaciones simultáneas (y desfasadas) observadas en el tipo de mercado relevante y sobre las variaciones (posiblemente) desfasadas del propio tipo de interés bancario con un término de corrección del error que refleja el grado en el que este tipo de interés se ha desviado de su relación de equilibrio a largo plazo con respecto al tipo de mercado en el período anterior. Utilizando este modelo de corrección del error estándar de transmisión de variaciones de los tipos de mercado a los tipos aplicados por las IFM a los préstamos, se observa que, aunque los tipos de interés de los préstamos tienden, por lo general, a ajustarse más o menos completamente a largo plazo, este proceso dista de ser inmediato y la velocidad de ajuste al equilibrio a largo plazo es también relativamente reducida (véase cuadro)⁵. Por ejemplo, si bien el 91% del descenso de los tipos de mercado se transmite finalmente a los préstamos a corto plazo a hogares para adquisición de vivienda, en el mes siguiente a la variación del tipo de mercado solo se traslada el 29% de la reducción. En general, los tipos de interés de los préstamos a empresas tienden a ajustarse algo más rápidamente a variaciones de los tipos de mercado que los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. Por ejemplo, el 69% del descenso de los tipos de mercado se refleja en los tipos de interés de los préstamos a empresas en el primer mes y la velocidad de ajuste al equilibrio a largo plazo es mayor. Ello podría deberse, entre otras cosas, al hecho de que, en comparación con los hogares, las empresas (especialmente las de mayor tamaño) están en mejor posición para negociar con las entidades de crédito⁶.

Para determinar la medida en que la transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos desde el inicio de la última tanda de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE se ha desviado de la que sería previsible según su evolución pasada, se elaboró un modelo de predicción de los tipos de interés aplicados por las IFM basado en la evolución de

4 Para una descripción más completa del proceso de fijación de los tipos de interés por las entidades de crédito, véase el artículo mencionado en la nota 1 y las referencias que aparecen en el mismo.

5 La descripción completa del modelo figura en el artículo mencionado en la nota 1.

6 Por ejemplo, las grandes empresas pueden acceder con mayor facilidad a otras fuentes de financiación, como los valores de renta fija privada y las acciones cotizadas, y pueden, en algunos casos, obtener también financiación en los mercados de crédito internacionales.

Transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos basada en un modelo de corrección del error

	Transmisión inmediata	Transmisión final	Velocidad de ajuste	Ajustado R ²	Tipo de mercado correspondiente
Préstamos a corto plazo a hogares para adquisición de vivienda	0,29	0,91	-0,02	0,62	EURIBOR a tres meses
Préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda	0,17	1,06	-0,12	0,76	Tipo <i>swap</i> a siete años
Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras	0,69	0,86	-0,16	0,76	EURIBOR a tres meses
Préstamos a largo plazo a sociedades no financieras	0,32	1,02	-0,19	0,40	Tipo <i>swap</i> a siete años

Fuente: BCE.

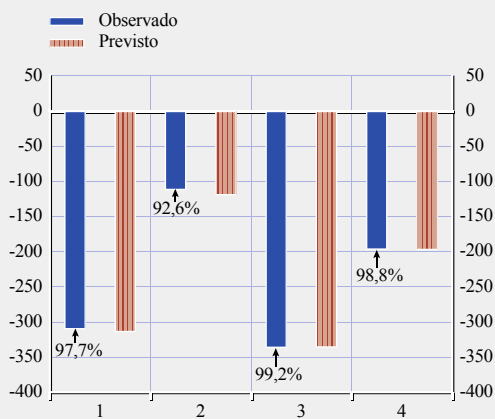
Notas: Para una descripción del método de estimación utilizado, véase el artículo al que se hace referencia en la nota a pie de página 1. La muestra cubre el período comprendido entre enero de 1997 y septiembre de 2008. Todos los coeficientes son estadísticamente significativos al 5%.

los tipos de mercado entre octubre de 2008 y diciembre de 2009. Se realizaron predicciones consecutivas a un mes de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos. El gráfico C muestra las variaciones acumuladas previstas en términos intermensuales y las variaciones acumuladas observadas de los tipos de interés de las IFM. En general, los resultados indican que los fuertes descensos de los tipos de mercado se han trasladado en una medida prácticamente similar a la que cabría esperar basándose en la experiencia pasada. Concretamente, en diciembre de 2009 la transmisión de los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los tipos a corto y a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras se correspondió, en líneas generales, con la previsión⁷. Solo el tipo de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se ajustó algo menos de lo que las regularidades históricas permitirían esperar.

En conjunto, pese al actual impacto negativo de la crisis financiera y de la recesión económica general sobre los balances de las entidades de crédito de la zona del euro, en 2009 las IFM de la zona parecen haber conseguido trasladar los fuertes recortes de los tipos de interés oficiales del BCE a los principales tipos de interés de los préstamos que aplican a su clientela en una medida similar a la observada en el pasado. Por lo tanto, al menos en lo que respecta al

Gráfico C Variaciones acumuladas observadas y previstas en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos entre octubre de 2008 y diciembre de 2009

(en puntos básicos)



- 1 Tipo a corto plazo de los préstamos para adquisición de vivienda
- 2 Tipo a largo plazo de los préstamos para adquisición de vivienda
- 3 Tipo a corto plazo de los préstamos a sociedades no financieras
- 4 Tipo a largo plazo de los préstamos a sociedades no financieras

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Previsión basada en la estimación del modelo de corrección del error para una muestra que abarca el período comprendido entre enero de 1997 y septiembre de 2008 y la evolución del tipo de mercado entre octubre de 2008 y diciembre de 2009. Los porcentajes se refieren a la variación acumulada observada en los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito a su clientela en porcentaje de la variación prevista.

⁷ Para los tres tipos de interés, el valor observado en diciembre de 2009 se situó holgadamente dentro del intervalo de confianza del 95%.

canal de tipos de interés bancarios del mecanismo de transmisión, la marcada relajación de la política monetaria del BCE iniciada en el cuarto trimestre de 2008 parece haber funcionado satisfactoriamente, influyendo en las decisiones de consumo y de inversión de los hogares y las sociedades no financieras. No obstante, la eficaz transmisión de los tipos de interés no garantiza que la oferta de préstamos no se haya visto afectada por la crisis financiera. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios realizada por el Eurosistema señalan un continuo endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos al sector privado a lo largo de 2009. Las continuas vulnerabilidades e incertidumbres respecto a la solidez del sector bancario de la zona del euro requieren un estrecho seguimiento del proceso de fijación de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y de su oferta general de crédito a los sectores no financieros en 2010.

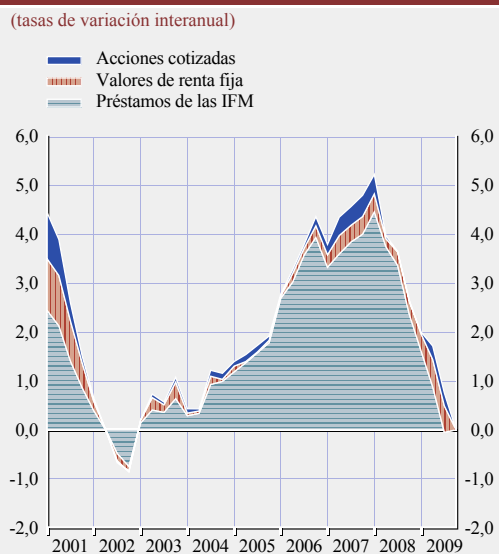
DISMINUCIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN EXTERNA

Pese a la reducción generalizada del coste real de la financiación externa, la tasa de crecimiento de esta fuente de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro disminuyó de forma continuada en 2009 (véase gráfico 20). En el tercer trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona apenas alcanzó el 0,1%, frente al 2,6% del último trimestre de 2008. Esta evolución

estuvo íntegramente impulsada por el desplome de la contribución de los préstamos concedidos por las IFM, que pasó a ser negativa en el tercer trimestre de 2009. Al mismo tiempo, la contribución de la emisión de valores distintos de acciones, en particular, utilizada como fuente de financiación alternativa por las empresas de la zona, aumentó perceptiblemente.

Uno de los principales factores determinantes de la rápida disminución de las necesidades de financiación externa fue el deterioro del entorno económico y, posiblemente, la necesidad de cierta reestructuración de los balances. La brusca desaceleración de la actividad económica afectó considerablemente a los beneficios empresariales y a la disponibilidad de financiación interna. Aunque la información sobre la rentabilidad empresarial obtenida de estados financieros de empresas cotizadas indica que se han observado algunas señales de recuperación desde principios de 2009, los ratios de beneficios no volvieron a situarse en los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico 21). La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro basados en los mercados bursátiles siguieron apuntando hacia una contracción continuada durante la mayor parte de 2009. Por ejemplo, la tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro mantuvo su tendencia a la baja y continuó en valores negativos en 2009.

Gráfico 20 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras¹⁾



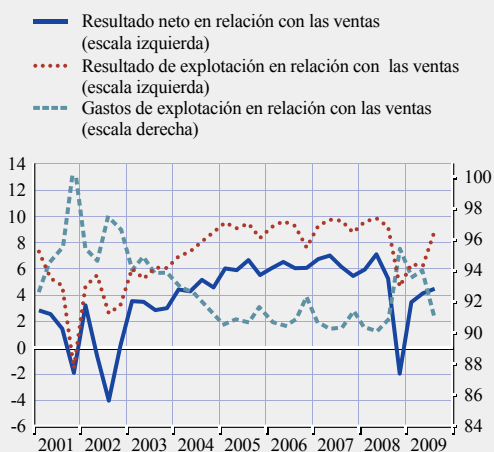
Fuente: BCE.

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

La encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema también sugiere que factores de

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

(datos trimestrales; en porcentaje)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

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

demanda, como las sombrías perspectivas económicas, la menor inversión en capital fijo por parte de las empresas y la moderación de las operaciones de fusión y adquisición, tuvieron un fuerte impacto negativo sobre la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro en 2009. Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras continuó descendiendo de manera constante durante el año y pasó a ser negativa en septiembre, lo que constituye la primera contracción desde que empezaron a realizarse registros en 1999. Aunque la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por el citado sector a las sociedades no financieras fue generalizada en todos los plazos de vencimiento, fue especialmente pronunciada en el caso de los préstamos a más corto plazo, lo que apunta a que, en cierta medida, las empresas están sustituyendo los préstamos a corto plazo por préstamos a largo plazo. En general, esta prolongada desaceleración es acorde con regularidades cíclicas, si se considera la magnitud de la

contracción observada recientemente en los gastos de capital y la incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Además, la evidencia empírica indica que los préstamos a las sociedades no financieras suelen ir bastante a la zaga del ciclo económico⁴.

Al mismo tiempo, aunque la disminución de la demanda parece ser el principal factor determinante de la reducción del crecimiento de los préstamos otorgados por las IFM, la evidencia procedente de la encuesta sugiere que las acusadas debilidades del sistema bancario pueden haber afectado adversamente a la oferta de crédito durante el año. En 2009, la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema continuó señalando que los criterios aplicados en la concesión de préstamos se habían endurecido, en términos netos, aunque el endurecimiento disminuyó durante el año, y una proporción no desdeñable de las empresas de la zona del euro indicó que en el primer semestre de 2009 se había producido un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios y en la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos. No obstante, los efectos de las restricciones sobre los préstamos bancarios asociadas a la oferta tendieron a verse eclipsados por el excepcional deterioro de los determinantes relacionados con la demanda en 2009.

Cuando los flujos de préstamos bancarios a las sociedades no financieras empezaron a disminuir, las empresas de la zona del euro que necesitaban financiación recurrieron de manera creciente a fuentes de financiación alternativas. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones aumentó desde el 7,9%, al final de 2008, hasta el 16,3%, al final de 2009, mientras que la contribución de las sociedades no financieras al crecimiento de la emisión total de este tipo de valores se incrementó desde el 10% registrado antes de la crisis financiera hasta más del 15% al final de 2009. Esto fue consecuencia del renovado interés por el mercado europeo de valores de renta fija privada que, considerando la

⁴ Véase, por ejemplo, Kok Sørensen C., D. Marqués Ibáñez y C. Rossi (2009), «Modelling loans to non-financial corporations in the euro area», Working Paper del BCE n.º 989, enero de 2009.

continuada caída de las operaciones de fusión y adquisición, puede explicarse, en su mayor parte, por dos factores principales. En primer lugar, la rápida disminución de los diferenciales de los valores de renta fija privada redujo sustancialmente el coste de la financiación en los mercados, que disminuyó en mayor medida que el coste de la financiación bancaria. En segundo lugar, es posible que la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados se haya visto favorecida por la aplicación de unos criterios más restrictivos en la aprobación de préstamos. Como se observó en el caso de los préstamos bancarios, la emisión de valores distintos de acciones fue mucho más intensa para los plazos de vencimiento más largos. La contribución de la emisión neta de valores a corto plazo a la tasa de crecimiento total empezó a descender a principios de 2009 y continuó disminuyendo hasta finales del año. Esta evolución reflejó la fuerte caída de la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras, posiblemente vinculada a actividades de refinanciación. Las empresas de la zona del euro se beneficiaron de unas condiciones de mercado muy favorables para refinar los valores distintos de acciones con vencimiento a corto plazo, prolongando sus plazos.

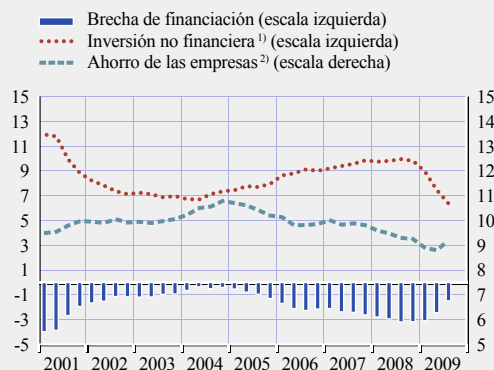
Respaldada por el repunte registrado en los mercados bursátiles en 2009, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras también se recuperó en 2009, ya que pasó a ser positiva en marzo de 2009 y se aceleró durante el resto del año, alcanzando una tasa de casi el 2% en diciembre.

NUEVO AUMENTO DE LOS VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA

Como consecuencia de que la inversión cayó con más rapidez que el ahorro de las empresas en relación con el PIB, la brecha de financiación (en términos generales, la medida en que las sociedades no financieras necesitan recurrir a fuentes de financiación externas para financiar sus inversiones) se redujo en 2009 por primera vez desde mediados de 2004

Gráfico 22 Brecha de financiación de las sociedades no financieras y sus componentes principales

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



Fuente: BCE.

1) Incluye existencias y activos no financieros acumulados.

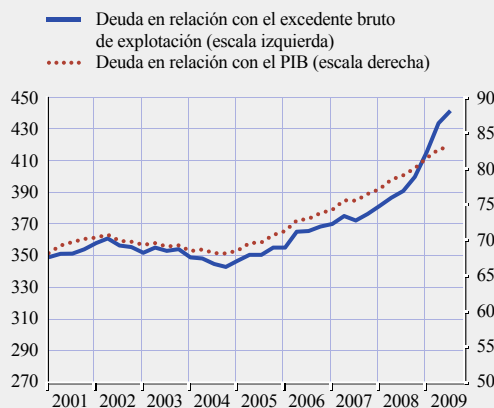
2) Incluye transferencias netas de capital.

(véase gráfico 22), aunque continuó siendo bastante pronunciada, apuntando a la necesidad de cierta reestructuración de los balances, como consecuencia del deterioro de la rentabilidad empresarial.

El hecho de que los flujos de financiación externa fueran moderados, aunque todavía positivos, combinado con la caída de la

Gráfico 23 Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de endeudamiento proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones emitidos y reservas de los fondos de pensiones. Datos hasta el tercer trimestre de 2009.

financiación interna, se tradujo en nuevos incrementos y en máximos históricos de los ratios de apalancamiento del sector de sociedades no financieras en porcentaje del PIB y del excedente bruto de explotación (véase gráfico 23). En el tercer trimestre de 2009, los ratios de deuda se incrementaron hasta el 83,1% y el 441%, respectivamente. El elevado nivel de apalancamiento observado en este sector podría explicar el aumento de las quiebras de empresas registrado en 2009. Al mismo tiempo, las significativas reducciones de los tipos de interés hicieron que la carga de intereses neta de las sociedades no financieras disminuyera en 2009. En general, el elevado nivel de endeudamiento y la carga financiera por intereses asociada apuntan a una clara necesidad de que el sector de sociedades no financieras de la zona del euro continúe reestructurando los balances.

2.3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y COSTES

En 2009, la inflación interanual medida por el IAPC disminuyó, en promedio, hasta el 0,3%, tras alcanzar el 3,3% en 2008 (véase cuadro 1). Esta fluctuación contrasta fuertemente con los años anteriores, en los que las tasas de inflación interanual se mantuvieron entre el

2,1% y el 2,2%. En el período 1999-2009, la inflación media medida por el IAPC fue del 2%. El nivel tan reducido de la inflación en términos del IAPC observado en 2009 fue resultado, en gran medida, del impacto del acusado descenso de los precios del petróleo y de otras materias primas, en comparación con las elevadas cotas alcanzadas en 2008. Ello supuso una inversión de la perturbación inflacionista registrada en 2008, aunque también fue consecuencia de la reducción de las presiones inflacionistas, en el contexto de una pronunciada contracción de la actividad y de un rápido deterioro de la situación del mercado de trabajo.

En el transcurso de 2009, la inflación interanual medida por el IAPC general bajó inicialmente, se tornó negativa a mediados de año y volvió a aumentar en el segundo semestre. Esta evolución marcadamente divergente estuvo determinada, al igual que en 2008, por la dinámica de los precios de las materias primas (especialmente los del petróleo) y por los correspondientes efectos de base (véase gráfico 24). La recesión económica mundial que se produjo en el segundo semestre de 2008 impulsó rápidamente a la baja los precios de las materias primas, que se situaron en niveles reducidos, en general, a comienzos de 2009,

Cuadro 1 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Dic.	2010 Ene.
IAPC y sus componentes										
Índice general	2,1	3,3	0,3	2,3	1,0	0,2	-0,4	0,4	0,9	1,0
Energía	2,6	10,3	-8,1	2,1	-6,1	-10,7	-11,9	-3,2	1,8	4,0
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	0,2	3,0	2,8	0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,3
Alimentos elaborados	2,8	6,1	1,1	4,3	2,1	1,1	0,6	0,5	0,7	0,6
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,6	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3	0,4	0,1
Servicios	2,5	2,6	2,0	2,6	2,2	2,2	1,8	1,7	1,6	1,4
Otros indicadores de precios y costes										
Precios industriales ¹⁾	2,7	6,1	-5,1	3,4	-2,0	-5,7	-7,8	-4,6	-2,9	.
Precios del petróleo (euro/barril) ²⁾	52,8	65,9	44,6	43,5	35,1	43,8	48,1	51,2	51,6	54,0
Precios de las materias primas ³⁾	7,5	2,1	-18,5	-9,9	-29,2	-24,5	-18,8	2,8	19,0	27,1

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

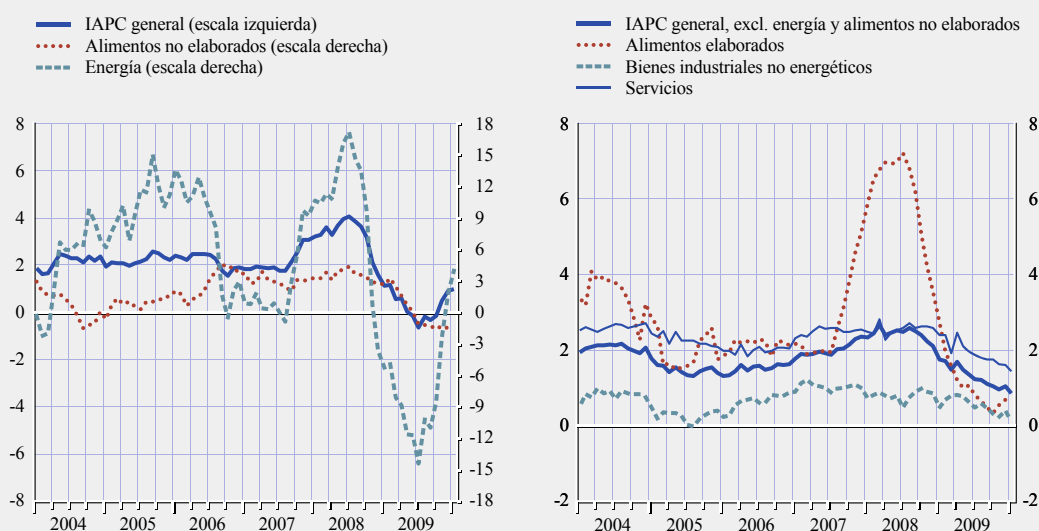
1) Excluida la construcción.

2) Brent (para entrega en un mes).

3) Excluida la energía; en euros.

Gráfico 24 Principales componentes del IAPC

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

en comparación con las elevadísimas cotas alcanzadas en el verano de 2008. Así pues, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, que había descendido al 1,6% en diciembre de 2008, desde el máximo del 4% registrado a mediados del citado año, siguió disminuyendo en el primer semestre de 2009, como resultado, principalmente, de efectos de base negativos. La inflación se situó por primera vez en valores negativos en junio de 2009, alcanzó un mínimo del -0,7% en julio de 2009 y se mantuvo en cotas negativas hasta octubre. En el cuarto trimestre del año, la inflación interanual medida por el IAPC repuntó rápidamente desde el nivel mínimo observado, como consecuencia del efecto combinado del aumento de los precios de las materias primas y de importantes efectos de base, que mientras tanto se habían tornado positivos, dado que el impacto de la brusca caída de los precios de las materias primas observada en el otoño de 2008 acabó desapareciendo de las medidas de inflación interanual. La tasa de inflación interanual volvió a valores positivos en noviembre de 2009, situándose en el 0,9 % el mes siguiente.

El crecimiento de los salarios se desaceleró en el transcurso de 2009, ya que el rápido deterioro de la

situación del mercado de trabajo empezó a ejercer presiones a la baja sobre los acuerdos salariales, lo que resultó en una moderación de los sueldos y en reducciones de las primas. Además, el amplio recurso a la reducción de las horas de trabajo contribuyó a limitar el aumento de la remuneración por asalariado. Pese al fuerte descenso de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, dado que también disminuyó la productividad por asalariado, los costes laborales unitarios se elevaron notablemente, alcanzando cotas máximas en el primer trimestre de 2009. Los márgenes se estrecharon, como consecuencia de la reducción de los precios de venta cobrados por los productores, con la consiguiente caída de los beneficios, debido a efectos de volumen y de margen.

Las percepciones y las expectativas a corto plazo de los consumidores respecto a la inflación, que se habían disparado en 2008, cayeron rápidamente hasta niveles muy reducidos en 2009. No obstante, las expectativas a largo plazo recogidas en las encuestas se mantuvieron muy estables, demostrando que estas habían permanecido firmemente ancladas al objetivo del BCE de mantener la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

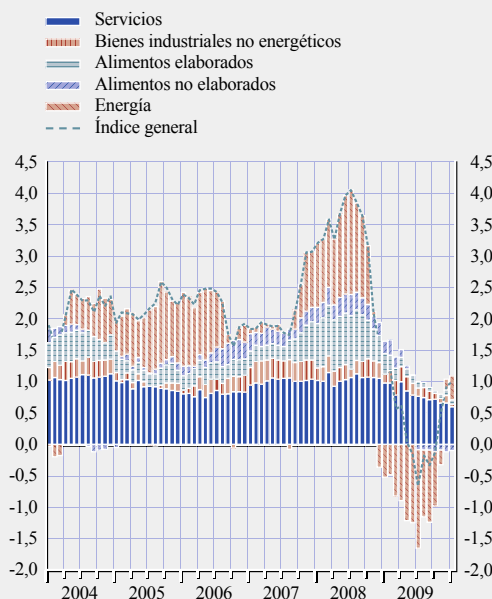
LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC SE SITUÓ TEMPORALMENTE EN VALORES NEGATIVOS DEBIDO A LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA Y LOS ALIMENTOS

Las pronunciadas oscilaciones de los precios de las materias primas fueron uno de los principales factores determinantes de las marcadas fluctuaciones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro en 2009. El rápido descenso de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, desde el máximo del 4% alcanzado en julio de 2008 hasta el mínimo del -0,7% registrado en julio de 2009, y el nuevo aumento, hasta el 0,9% observado en diciembre de 2009, fueron resultado, en gran medida, de la volatilidad sin precedentes de los precios observada en los mercados internacionales en el transcurso de 2008 y 2009. Los precios de las materias primas energéticas, industriales y alimentarias se desplomaron desde el máximo alcanzado en el verano de 2008 hasta el mínimo registrado en el invierno 2008-2009, para volver a repuntar, en la mayor parte de los casos, hacia finales de 2009. Sin embargo, el descenso generalizado de las tasas de variación del IAPC en 2009 también se vio afectado por el impacto claramente desinflacionista de la contracción de la economía, observándose una moderación gradual de los precios de muchos de los componentes del IAPC (véase gráfico 25).

Las acusadas fluctuaciones del componente energético del IAPC, que tiene una ponderación del 9,6% en el IAPC general, fueron fiel reflejo de las variaciones de los precios de los combustibles (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción), impulsados por los precios internacionales del petróleo, y también de la respuesta retardada de los productos energéticos no derivados del petróleo (como la electricidad y el gas) a la evolución de los precios del crudo. Los precios en euros del petróleo, que habían caído desde el máximo registrado en junio de 2008 hasta alcanzar un nivel mínimo en diciembre de 2008, volvieron a subir, para quedarse a medio camino en diciembre de 2009. En este contexto, y teniendo en cuenta los efectos retardados en los precios de los productos energéticos no derivados del

Gráfico 25 Contribuciones de los principales componentes al IAPC

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; datos mensuales)



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

petróleo, la tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IAPC tocó fondo en el -14,4% en julio de 2009 (cuando se produjeron fuertes efectos de base, junto con un descenso transitorio de los precios de la energía), antes de recuperarse hasta tornarse positiva, situándose en el 1,8% en diciembre de 2009. Los precios de los productos energéticos no derivados del petróleo continuaron ejerciendo presiones a la baja en el segundo semestre del año.

La inflación en los precios de los alimentos de la zona del euro fue disminuyendo de forma constante a lo largo de 2009, hasta tornarse negativa en el segundo semestre del año, alcanzando el nivel más bajo registrado desde el inicio de la serie en 1990. Este proceso de desinflación estuvo determinado por las anteriores caídas de los precios de las materias primas alimentarias, en un contexto de debilidad de la demanda de consumo. La tasa de variación interanual del componente de alimentos

elaborados del IAPC, que había alcanzado un nivel máximo del 7,2% en julio de 2008, como consecuencia del rápido aumento de los precios mundiales de las materias primas agrícolas –como los del pan y los cereales, los productos lácteos y los aceites y grasas–, mantuvo su tendencia a la baja en 2009, hasta situarse en el 0,7% a finales de año, ante el descenso de los precios de estas materias primas en los mercados internacionales y la reducción de los costes del transporte. En general, en 2009, la inflación en los precios de los alimentos elaborados aumentó, en promedio, un 1,1%, frente al incremento del 6,1% observado en 2008. La inflación en los precios de los alimentos no elaborados disminuyó también de forma acusada en el primer semestre de 2009, tornándose negativa en el segundo semestre del año. Esta tendencia a la baja puede atribuirse, aunque solo en parte, al efecto de las condiciones meteorológicas sobre los precios de las frutas y hortalizas, y se deriva también de la desaceleración de la tasa de inflación de los precios de la carne, tras la inversión de los pronunciados aumentos de los precios de los piensos registrados en los mercados internacionales en 2008.

Si se excluyen los precios de la energía y de los alimentos elaborados y no elaborados, la inflación medida por el IAPC ha venido mostrando una tendencia gradual a la baja desde mediados de 2008, como resultado, principalmente, del efecto moderador de los factores internos, con una desaceleración del crecimiento de los salarios y una reducción de los márgenes, y también, en cierta medida, como consecuencia de la transmisión de la caída de los precios de las materias primas.

Los precios de los bienes industriales no energéticos registraron, en promedio, un aumento del 0,6% en 2009, lo que supuso un ligero descenso con respecto al 0,8% de 2008 y el 1% de 2007. La moderación observada desde el inicio de 2008 se acentuó en el verano de 2009, y la tasa de variación interanual de este componente del IAPC se situó en el 0,4% en diciembre de 2009. Esta disminución reciente de las tasas de crecimiento se produjo en un

mayor número de partidas que antes. Además del descenso de la inflación en los precios de los bienes de consumo duradero, que alcanzó un mínimo histórico del -1,1% en septiembre de 2009 (debido, especialmente, a los grandes descuentos ofrecidos por los concesionarios de automóviles), la inflación en los precios de los bienes de consumo no duradero comenzó a reducirse a partir del segundo semestre de 2009, al disminuir la capacidad de fijación de precios de las empresas, con lo que se invirtió la tendencia al alza observada desde hacía más de tres años.

La inflación en los precios de los servicios, el componente más rígido del IAPC, que se había mantenido en niveles relativamente elevados, en torno al 2,6%, durante la mayor parte de 2008, comenzó a descender también en 2009, hasta situarse en el 1,6% a finales de año. La moderación de la inflación en los precios de los servicios estuvo relacionada con la debilidad de la demanda y con la fuerte competencia entre las empresas. Con datos desagregados, el descenso de la inflación en los precios de los servicios estuvo determinado, en gran medida, por las contribuciones de los servicios recreativos (especialmente los de hostelería, vacaciones organizadas y alojamiento, que registraron una inflación negativa en el segundo semestre del año) y, en menor medida, por las contribuciones de los servicios de transporte (correspondientes, casi en su totalidad, al transporte aéreo de pasajeros). Por el contrario, la contribución negativa de la caída de los precios de los servicios de comunicación observada durante un largo período de tiempo se ha reducido recientemente.

LOS PRECIOS INDUSTRIALES CAYERON EN 2009

En el contexto de una contracción mundial de la actividad y de descensos de los precios de las materias primas tras una importante perturbación inflacionista, se produjeron fuertes presiones a la baja sobre los precios en la cadena de suministro, con la consiguiente caída de los precios industriales de una amplia gama de productos, que afectó inicialmente (a finales de 2008), a las primeras fases de la

producción y, posteriormente (hacia el segundo semestre de 2009), a las fases siguientes. Esta pronunciada inversión de la muy elevada inflación en los precios industriales observada en el verano de 2008 se produjo en un contexto de descenso de los precios de las materias primas y de una demanda reducida de factores de producción (capital y trabajo). Las presiones a la baja sobre los precios se atemperaron ligeramente hacia finales de año, ante cierta recuperación de la actividad y un repunte de los precios de las materias primas en los mercados internacionales.

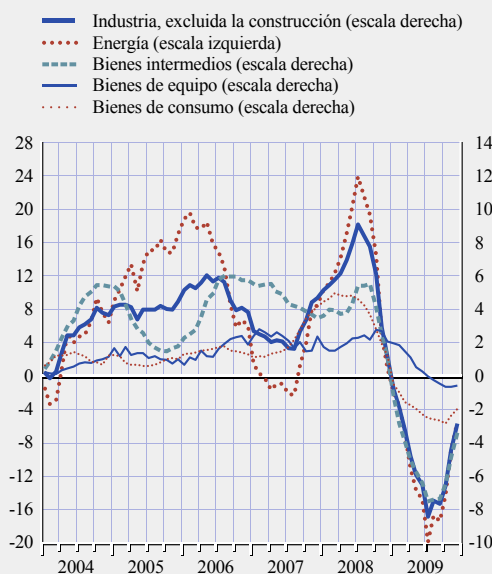
La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, de la zona del euro se situó, en promedio, en el -5,1% en 2009, experimentando una inversión del aumento del 6,1% registrado en 2008. Tras alcanzar un mínimo del -8,4% en julio de 2009, con una inversión casi idéntica del máximo histórico del 9,1% registrado en julio de 2008, la tasa de inflación interanual de los precios industriales se recuperó, situándose en el -2,9% en diciembre de 2009, como consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios energéticos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de la energía tocó fondo, en el -20%, en julio de 2009, y alcanzó el -5,1%, en diciembre de 2009.

Si se excluyen la construcción y la energía, la tasa de crecimiento interanual de los precios industriales, que había alcanzado un máximo del 4,3% en julio de 2008, descendió hasta el -2,3% en diciembre de 2009. Esta fluctuación fue particularmente pronunciada en los bienes intermedios, y menos acusada en los bienes de consumo, mientras que se observaron ciertos desfases en los bienes de equipo (véase gráfico 26).

La inflación en los precios de los bienes intermedios disminuyó, desde el máximo del 5,5% alcanzado en septiembre de 2008, hasta el mínimo del -7,6% registrado en julio de 2009, como resultado del impacto (retardado) del descenso de los precios de las materias primas industriales y de la energía, y del efecto de la

Gráfico 26 Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

menor utilización de la capacidad productiva y de la mayor competencia. Durante el segundo semestre del año, el repunte de los precios de las materias primas y del petróleo hizo que los niveles de los precios de los bienes intermedios se fueran estabilizando, al disminuir gradualmente las caídas interanuales de los precios, debido a efectos de base positivos.

En fases posteriores de la cadena de producción siguió observándose una rápida tendencia descendente de la inflación en los precios industriales de los bienes de consumo, después de que la tasa de variación de estos precios alcanzara un máximo del 5% en marzo de 2008 (la tasa más alta registrada desde el inicio de la UEM en 1999), como consecuencia de la perturbación inflacionista provocada por presiones de la demanda sobre los precios de los alimentos a escala mundial. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se situó en el -1,9% en diciembre de 2009, aunque fue del -0,3% si se excluyen los precios del tabaco y de los alimentos. La tasa de variación interanual

de los precios industriales de los bienes de equipo experimentó fluctuaciones menos pronunciadas, que fueron a la zaga de otros componentes del índice. Las tasas de inflación interanual de estos bienes descendieron hasta cero a mediados de 2009 y registraron un valor negativo, del -0,6%, en diciembre del mismo año, como resultado de la moderación de los costes, de la reducción de las carteras de pedidos, en el contexto de una rápida caída de la demanda, y de la intensificación de la competencia.

En general, la debilidad de la demanda en la zona del euro y en el resto del mundo hizo crecer considerablemente la competencia en los mercados en varias fases de la producción. Este entorno de dura competencia, unido a la caída de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, se reflejó en el descenso generalizado de los precios industriales (tanto en los precios de los bienes intermedios como en los de producción), en los sectores de manufacturas y de servicios.

MARCADA DESACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales de la zona del euro sugieren una apreciable moderación del crecimiento de estos costes en el transcurso de 2009, después de la aceleración que experimentaron hasta alcanzar un nivel máximo en 2008, tras varios años de mayor contención salarial. Sin embargo, en un contexto de fuerte reducción de las horas trabajadas, se observaron marcadas divergencias entre los indicadores en cuanto a la magnitud de esta moderación.

En el transcurso de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados se redujo notablemente, hasta situarse en el 2,1% en el cuarto trimestre del año, tras haberse elevado en 2008, desde el intervalo comprendido entre el 2,1% y el 2,3% en el que habían fluctuado en años anteriores, hasta el máximo del 3,6% registrado en el cuarto trimestre de 2008 (véase cuadro 2). Este indicador recoge el principal componente de los salarios acordados previamente en los convenios colectivos. Su desaceleración refleja, probablemente, la influencia decreciente del

poder de negociación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte desaceleración de la actividad económica, del consiguiente deterioro de la situación del mercado de trabajo en la zona del euro y del rápido aumento del desempleo, así como del acusado descenso de la inflación. Sin embargo, dado que el crecimiento interanual del PIB de la zona del euro se situó en el -4% en el tercer trimestre de 2009 (véase cuadro 3 de la sección 2.4 del presente capítulo), parece que los salarios negociados se han adaptado solo parcialmente a la desaceleración económica.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado invirtió su tendencia al alza incluso antes que la de los salarios negociados, tras alcanzar un máximo del 3,6% en el tercer trimestre de 2008, y experimentó más rápidamente un ajuste a la baja que la situó en el tercer trimestre de 2009 en el 1,4%, el nivel más bajo registrado desde el inicio de la UEM. La mayor caída de este indicador de costes laborales, en comparación con la de los salarios negociados (la denominada «deriva salarial»), estuvo determinada por el hecho de que este indicador incluye elementos variables de las remuneraciones, como las primas (que, según evidencia anecdótica, disminuyeron de forma significativa). Asimismo, la remuneración por asalariado se vio automáticamente afectada por el recorte de las horas trabajadas, al que numerosas empresas recurrieron durante la recesión económica.

Aunque la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado se produjo de forma generalizada en todos los países, el detalle por sectores apunta a diferencias significativas, observándose caídas particularmente pronunciadas en la industria excluida la construcción, sector que recurrió con frecuencia a la reducción de las horas trabajadas y en el que el crecimiento de la remuneración por asalariado cayó a cero a mediados de año. En cambio, en el sector de la construcción las tasas de crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvieron en un nivel elevado, el 3%, en el tercer trimestre de 2009, reflejo, en particular, de algunos efectos de composición, concentrándose los despidos en los trabajadores

Cuadro 2 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Salarios negociados	2,1	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Costes laborales totales por hora	2,5	3,5	.	4,4	3,8	4,3	3,2	.
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	.	3,0	1,9	1,6	1,4	.
<i>Pro memoria</i>								
Productividad del trabajo	1,0	-0,2	.	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0	.
Costes laborales unitarios	1,6	3,5	.	4,8	5,9	4,8	3,5	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

peor retribuidos, con marcadas diferencias regionales (véase gráfico 27).

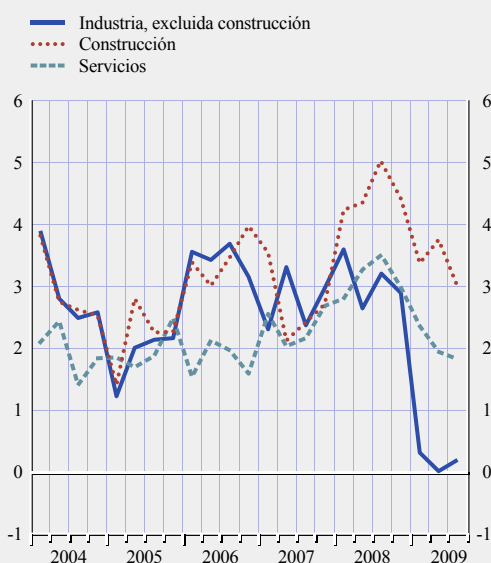
En contraste con la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, la de los costes laborales por hora se mantuvo en niveles elevados, aunque bajó notablemente con respecto al máximo del 4,4% alcanzado en el cuarto trimestre de 2008. La rigidez de esta tasa de crecimiento reflejó, básicamente, el hecho de que las horas trabajadas por asalariado cayeron casi un 2% en el año hasta el tercer trimestre de 2009 y de que estos recortes

suelen ir acompañados de una reducción menos que proporcional de la remuneración (véase recuadro 5). Por consiguiente, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora superó también la de los salarios negociados, pese al impacto de la reducción de las primas, y fue la más alta en el sector industrial, donde más se aplicaron los horarios flexibles.

Dado que la desaceleración de la actividad no estuvo acompañada de caídas de la misma intensidad en el empleo en gran parte de la zona del euro, se produjo un fuerte descenso del crecimiento de la productividad del trabajo, medida por el producto por ocupado. La respuesta del crecimiento de la remuneración por asalariado a la desaceleración fue mucho menos contundente, por lo que la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó rápidamente, hasta alcanzar un máximo del 5,9% en el primer trimestre de 2009. Este incremento tuvo un notable impacto sobre los márgenes de las empresas. El crecimiento de los costes laborales unitarios retrocedió al 3,5% en el tercer trimestre de 2009, al iniciarse la inversión de los efectos cíclicos. Este patrón de crecimiento de los costes laborales unitarios se vio afectado, principalmente, por la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo que, tras disminuir hasta situarse, en promedio, en el -0,2% en 2008 (frente a las tasas de crecimiento de alrededor del 1% al 1,5% registradas en el período 2006-2007), alcanzó un nivel mínimo en el primer trimestre de 2009, con una disminución del 3,8%, en términos interanuales. Esta tasa se moderó hasta experimentar una

Gráfico 27 Remuneración por asalariado, por sectores

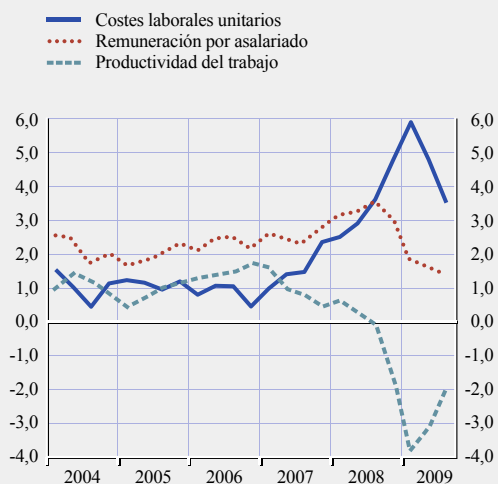
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 28 Costes laborales en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuente: Eurostat.

contracción del 2% en el tercer trimestre de 2009, tras la expansión de la producción, mientras que persistía la pérdida de empleo (véase gráfico 28).

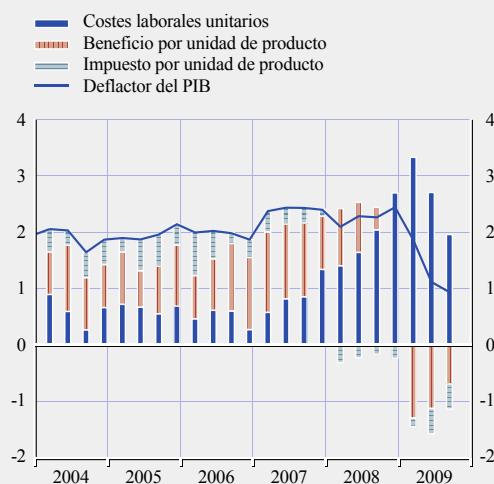
MÁRGENES EMPRESARIALES

Los márgenes de explotación empezaron a caer rápidamente, al elevarse los costes laborales unitarios. Las presiones sobre los precios de venta crecieron a escala mundial, tal y como se refleja en la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, que cayó desde el 2,3% de mediados de 2008 hasta el 0,9% del tercer trimestre de 2009 (véase gráfico 29). Un indicador del margen de beneficio, medido como la diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB y la de los costes laborales unitarios, apunta a un marcado descenso, de 3,5 puntos porcentuales, de los márgenes en los tres primeros trimestres de 2009, tras haber retrocedido 1,3 puntos porcentuales en 2008.

En este contexto, los beneficios de explotación de las empresas, medidos en términos brutos, se redujeron un 11%, en tasa interanual, en los tres primeros trimestres de 2009, como consecuencia, aproximadamente en la misma medida, del efecto volumen de la caída de la

Gráfico 29 Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

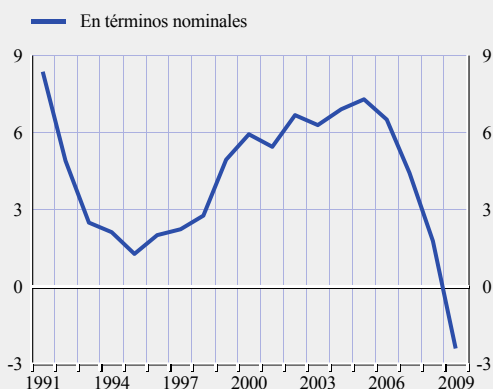
actividad económica y del efecto margen del descenso del beneficio por unidad de producto.

CAÍDA DE LOS PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES Y COMERCIALES

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, que no se incluyen en la medición del IAPC, cayeron en el primer semestre de 2009, tras haber mostrado una tendencia hacia la desaceleración del crecimiento desde el segundo semestre de 2005. Según las estimaciones más recientes, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro, en su conjunto, bajaron en torno a un 2,4%, en tasa interanual, en el primer semestre de 2009, tras subir un 2,8% en el primer semestre de 2008 y un 0,8% en el segundo semestre de 2008 (véase gráfico 30). Los datos nacionales confirman que el descenso de los precios de la vivienda fue bastante generalizado en la zona del euro, pese a la heterogeneidad existente entre los países y entre las regiones de un mismo país. Los precios de la vivienda, que habían empezado a descender en Irlanda en el segundo semestre de 2007 y en Malta en el primer semestre de 2008, volvieron a registrar fuertes caídas en el primer semestre de 2009, período en el que cayeron también de forma significativa en España, Francia, Eslovenia y Finlandia, mientras que aumentaron

Gráfico 30 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 2009 se refieren al primer semestre del año.

en Italia, Austria y Portugal. Los precios de la vivienda disminuyeron solo ligeramente en Alemania en 2009, tras un período de subidas moderadas.

El valor neto de los inmuebles comerciales de la zona del euro ha venido reduciéndose desde comienzos de 2008, en línea con el hecho de que, durante la última década, el valor de los inmuebles comerciales de la zona ha sido más cíclico que los precios de los inmuebles residenciales. El deterioro de los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro ha sido bastante generalizado. Todos los países de la zona para los que se dispone de datos han registrado, desde el cuarto trimestre de 2008, una disminución del valor neto de los edificios modernos de primera categoría ubicados en zonas atractivas (*prime property*). En promedio, el descenso interanual de los precios se ha situado entre el 10% y el 13% en los últimos trimestres. No obstante, este porcentaje varía de un país a otro, con una reducción anual de los precios del 50% en algunos países y retrocesos moderados en otros. En general, los países que han registrado las mayores subidas de los precios entre 2004 y 2007 son aquellos que han experimentado las correcciones más importantes desde el inicio de 2008.

EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

La información procedente de «Consensus Economics», el Barómetro de la Zona del Euro y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) indica que las expectativas de inflación a largo plazo (a cinco años vista) basadas en las encuestas se mantuvieron en un nivel próximo al 2%. Según la EPE, las expectativas medias de inflación de los encuestados para 2014 se mantuvieron en un estrecho intervalo comprendido entre el 1,9% y el 2% en el transcurso de 2009. Además, las tasas de inflación implícitas obtenidas de los bonos indicados con la inflación y los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación de la zona del euro (utilizando el tipo de interés *forward* implícito a cinco años dentro de cinco años) permanecieron dentro del intervalo comprendido entre el 2,2% y el 2,7% en 2009. Tal y como se indica en la sección 2.2 del presente capítulo, estas medidas basadas en el mercado pueden dar, a veces, una señal distorsionada, y parece que el año pasado resultaron seriamente afectadas por distorsiones relacionadas con la liquidez. Con todo, tanto los indicadores basados en las encuestas como los que están basados en el mercado siguen sugiriendo que existen escasos riesgos de que las expectativas de inflación dejen de estar ancladas.

2.4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

CONTRACCIÓN SIN PRECEDENTES EN EL PIB DE LA ZONA DEL EURO EN 2009

El PIB real de la zona del euro se contrajo un 4% en 2009, tras la rápida desaceleración observada en el crecimiento, que pasó del 2,7% en 2007 al 0,5% en 2008 (véase cuadro 3).

Esta considerable contracción –con mucho, la mayor de la historia– se debió, principalmente, a la fortísima caída observada en el producto en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, en un entorno de nuevas turbulencias financieras, de mayor incertidumbre y de un descenso sin precedentes en la actividad y en la

Cuadro 3 Composición del crecimiento del PIB real

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

	Tasas interanuales ¹⁾								Tasas intertrimestrales ²⁾				
	2007	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Producto interior bruto real	2,7	0,5	-4,0	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1
<i>del cual:</i>													
Demanda interna ³⁾	2,4	0,6	.	-0,5	-3,2	-3,4	-3,2	.	-0,8	-2,0	-0,7	0,4	.
Consumo privado	1,6	0,4	.	-0,7	-1,3	-0,9	-1,0	.	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	.
Consumo público	2,3	2,0	.	2,4	2,5	2,5	2,5	.	0,6	0,6	0,6	0,6	.
Formación bruta de capital fijo	4,7	-0,7	.	-5,8	-11,5	-11,7	-11,4	.	-4,0	-5,4	-1,6	-0,8	.
Variación de existencias ⁴⁾	0,0	0,1	.	0,6	-0,5	-0,8	-0,6	.	0,2	-0,8	-0,6	0,5	.
Demanda exterior neta ³⁾	0,4	0,0	.	-1,3	-1,8	-1,5	-0,9	.	-1,1	-0,5	0,6	0,1	.
Exportaciones ⁵⁾	6,3	0,8	.	-6,9	-16,6	-17,2	-13,5	.	-7,2	-8,6	-1,2	3,1	.
Importaciones ⁵⁾	5,5	0,9	.	-4,0	-12,8	-14,3	-11,8	.	-4,8	-7,4	-2,8	3,0	.
Valor añadido bruto real													
<i>del cual:</i>													
Industria, excluida la construcción	2,4	-0,9	.	-7,6	-16,6	-17,1	-13,6	.	-6,4	-8,3	-1,5	2,3	.
Construcción	2,2	-0,8	.	-3,4	-5,9	-4,7	-4,2	.	-1,8	-1,0	-0,7	-0,8	.
Servicios de mercado ⁶⁾	3,9	1,2	.	-0,7	-2,9	-2,9	-2,7	.	-1,1	-1,5	0,0	-0,0	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

2) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

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

4) Incluye las adquisiciones menos las cesiones de objetos valiosos como contribución al crecimiento del PIB real; en puntos porcentuales.

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

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

demanda mundiales. Enfrentadas al repentino deterioro de sus perspectivas de negocio, a la rápida reducción de la cartera de pedidos y a un acceso a la financiación más limitado y costoso, las empresas reaccionaron posponiendo los planes de expansión y recortando las existencias. Enfrentados a una mayor incertidumbre, los hogares aumentaron su ahorro, en un contexto de deterioro de las perspectivas de empleo a corto plazo y de pérdidas de cartera. Como consecuencia, el PIB cayó un 4,4%, en cifras acumuladas, en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009. A partir de entonces, el producto se estabilizó, en líneas generales, durante el segundo trimestre de 2009 y su crecimiento volvió a ser positivo en el segundo semestre del año –aunque a un ritmo moderado y partiendo de un nivel muy reducido– a medida que la situación financiera mejoraba gradualmente y que el comercio exterior empezaba a repuntar de nuevo.

LA CAÍDA DEL PIB SE DEBIÓ PRINCIPALMENTE A LA EVOLUCIÓN DEL GASTO DE CAPITAL PRIVADO Y DEL COMERCIO EXTERIOR

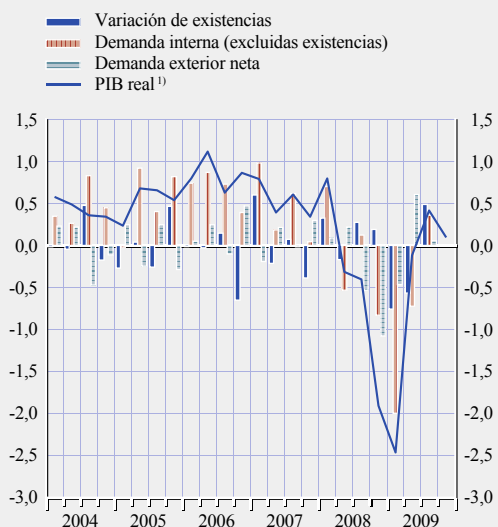
La acusada reducción de la demanda registrada en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009 fue atribuible, principalmente, a la evolución del gasto de capital privado y del comercio internacional. Por el contrario, el gasto de las Administraciones Públicas (tanto en consumo como en capital) continuó creciendo y la contracción del consumo privado fue más moderada. El deterioro del entorno exterior a partir de mediados de 2008 se convirtió en una severa recesión, tras intensificarse la crisis financiera en el último trimestre del año, observándose un debilitamiento del crecimiento de las economías avanzadas y emergentes. La suspensión de las operaciones y el aplazamiento de las entregas, al tratar las empresas de economizar a lo largo de la cadena de suministro internacional, provocaron una

contracción de las exportaciones, especialmente acusada en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009. En ese contexto, las empresas recortaron considerablemente los gastos de capital, tanto en inversión en capital fijo como en existencias. Como los mercados de la vivienda estaban experimentando un rápido deterioro, también se acentuó el descenso de la inversión efectuada por los hogares. Al mismo tiempo, una serie de medidas de carácter público adoptadas en el contexto del Plan Europeo de Recuperación Económica, junto con la aceleración de la desinflación, sostuvieron la renta de los hogares y moderaron la caída del consumo (véase gráfico 31).

El consumo privado se redujo alrededor de un 1% en 2009 como consecuencia de un aumento del ahorro por motivo de precaución. Al mismo tiempo, el crecimiento de la renta real disponible de los hogares mostró una resistencia relativa –situándose en torno a un 1% interanual–, sobre todo si se compara con la magnitud de la contracción observada en el producto y, por lo tanto, en la renta disponible total de la zona del euro. Esta resistencia relativa procedía de cuatro factores principales. En primer lugar, el crecimiento de la remuneración de los asalariados disminuyó de forma menos acusada que la productividad del trabajo, ya que los salarios continuaron subiendo, principalmente como resultado de la duración de los convenios colectivos (véase sección 2.3 del presente capítulo). Además, el empleo descendió mucho menos que el producto, debido a la acumulación de trabajo efectuada por las empresas, que recurrieron, en particular, a las ayudas públicas. En tercer lugar, las medidas de estímulo fiscal y los estabilizadores automáticos incorporados en los presupuestos públicos proporcionaron un apoyo considerable a la renta de los hogares, en forma de un fuerte crecimiento de las prestaciones sociales, un menor crecimiento de las cotizaciones sociales y una rebaja de los impuestos sobre la renta. Por último, la inflación tan baja que se registró, en promedio, en 2009 también contribuyó a la resistencia de la renta disponible.

Gráfico 31 Contribuciones al crecimiento trimestral del PIB real

(contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)

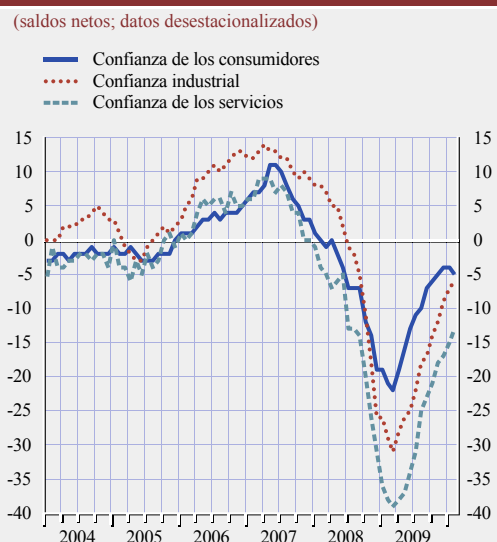


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Tasa de variación respecto al trimestre anterior.

No obstante, en un contexto de mayor incertidumbre, de empeoramiento de las perspectivas del mercado de trabajo, de caída de la riqueza financiera, de endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito y de deterioro del mercado de la vivienda, los hogares incrementaron sustancialmente su tasa de ahorro, unos 1,6 puntos porcentuales en un año, desde el 14,1% de 2008, hasta situarse en la primavera de 2009 en unos niveles que no se observaban desde el máximo registrado en 2002-2003. En el tercer trimestre de 2009, la tasa de ahorro desestacionalizada se redujo ligeramente. Los indicadores de confianza de los consumidores, que alcanzaron su cota máxima a mediados de 2007, se desplomaron en el otoño de 2008 y se situaron en la primavera de 2009 en mínimos históricos, antes de recuperarse en lo que restaba de año (véase gráfico 32). El deterioro de las perspectivas en los mercados de trabajo contribuyó a que se redujera la confianza de los consumidores, e indujo a los hogares a contener su gasto y a acumular ahorro por motivo de precaución. La incertidumbre de los hogares acerca de las perspectivas económicas

Gráfico 32 Indicadores de confianza



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

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

también se acentuó por la caída de los precios de la vivienda y por una reducción acusada de la riqueza financiera, debido al desplome de los mercados de valores, pese a la corrección parcial que se inició en el segundo trimestre de 2009. El hecho de que la evolución de las tasas de ahorro variara mucho de una región a otra apunta a importantes diferencias en la zona del euro en cuanto a la situación y la confianza, sobre todo en relación con los respectivos mercados de trabajo.

Tras haber caído un 1,3% en el primer trimestre de 2009, en términos interanuales, el gasto de los hogares tendió a estabilizarse en lo que restaba de año, beneficiándose considerablemente de las ayudas públicas a los consumidores que sustituyeran sus vehículos antiguos por nuevos. Estas ayudas de carácter transitorio provocaron un repunte de las matriculaciones de automóviles, desde los reducidos niveles observados en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, y contribuyeron a disminuir el exceso de *stock* de automóviles y a

facilitar la recuperación de la producción en el sector de la automoción.

El crecimiento del consumo público mantuvo su dinamismo en 2009, acelerándose ligeramente desde una tasa de crecimiento del 2% en 2008, ya que sus principales componentes (salarios de los empleados públicos y transferencias sociales en especie) no se vieron afectados en el corto plazo por la evolución cíclica. Además, los Gobiernos estuvieron dispuestos, en general, a apoyar a la economía durante la recesión.

La inversión total en capital fijo cayó de forma muy acusada, descendiendo un 11% en 2009, tras una ligera reducción en 2008 y dos años de elevado crecimiento (5,7% en 2006 y 4,7% en 2007), con contracciones intertrimestrales especialmente marcadas en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009. En contraposición a la inversión privada, la inversión pública mantuvo su dinamismo y su crecimiento incluso se aceleró, como consecuencia del impacto gradual de las decisiones de carácter contracíclico relativas al gasto adoptadas por los Gobiernos desde finales de 2008.

Si se consideran los componentes de la inversión privada con más detenimiento, la inversión en vivienda se contrajo de manera pronunciada en 2009, reduciéndose en torno a un 10% en un contexto de caídas de los precios de la vivienda. Este porcentaje es aproximadamente el doble del registrado en 2008, tras finalizar la fase expansiva del ciclo de construcción residencial en 2007. La contracción fue, en general, más marcada en aquellos países que habían experimentado un crecimiento muy rápido de los precios de la vivienda a mediados de la década, siendo especialmente aguda en algunos de ellos.

La inversión de las empresas en capital fijo se redujo con más rapidez, incluso, que la inversión residencial, descendiendo en torno a un 14%, en tasa interanual, en contraposición al modesto crecimiento registrado en 2008,

cuando se benefició del dinamismo observado en el primer semestre del año. La mayor incertidumbre sobre las perspectivas futuras, el colapso de la demanda, las escasas presiones sobre la capacidad productiva y el deterioro de los márgenes empresariales así como un endurecimiento inicial de las condiciones de financiación, contribuyeron en distinta medida a esta contracción especialmente acusada de la inversión empresarial.

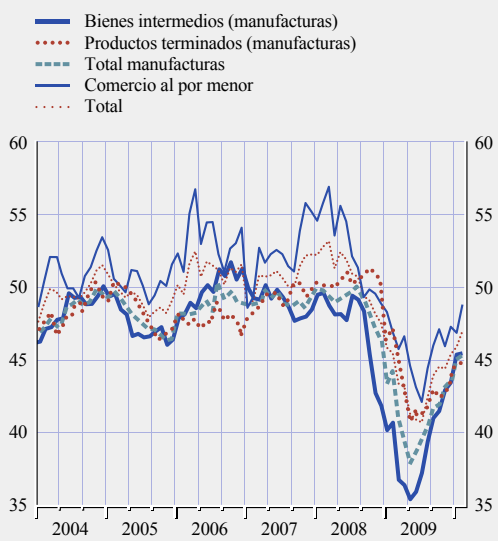
Las existencias, que son otra variable fundamental para explicar la dinámica de la inversión no financiera de las empresas, desempeñaron un papel importante en la intensificación de la desaceleración económica. Esta variable contribuyó en unos 0,7 puntos porcentuales al descenso del PIB en 2009 en su conjunto, observándose importantes contribuciones trimestrales negativas al crecimiento de la actividad en el primer semestre de 2009 (equivalentes a más de 1,4 puntos porcentuales del PIB), seguidas de cierto repunte en el segundo semestre del año. Las empresas empezaron a recortar las existencias del segmento minorista y las de bienes manufacturados intermedios durante el segundo semestre de 2008. Por el contrario, según las encuestas, las existencias de productos terminados en el sector manufacturero se acumularon a un ritmo creciente, pues las empresas infravaloraron inicialmente la velocidad de caída de la demanda. Este hecho, junto con una nueva contracción inesperada de la demanda y un incremento de los costes de mantenimiento de las existencias, llevó a la percepción de que los niveles de existencias eran mucho más elevados en el otoño de 2008 de lo que deberían ser. La caída de los precios de producción (de las materias primas y de los bienes industriales) empujó los costes de mantenimiento de las existencias hasta niveles históricamente elevados en el otoño de 2008 y proporcionó fuertes incentivos para reducirlos. Al tratar de mantener una ratio existencias-ventas óptima, las empresas comenzaron a recortar la producción drásticamente y, por consiguiente, la desacumulación de bienes terminados empezó a acelerarse. A comienzos de 2009 se produjo una considerable desacumulación de todo tipo de

existencias, que alcanzó su máximo en el segundo trimestre del año. En el segundo semestre del año, la desacumulación perdió fuerza, ya que las existencias volvieron a situarse rápidamente en sus niveles tendenciales, sosteniendo con ello el crecimiento del PIB (véase gráfico 33). A finales de 2009, las encuestas y otras evidencias anecdóticas indicaban que el exceso de existencias había desaparecido prácticamente y que con frecuencia se percibía que las existencias eran «reducidas».

Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro cayeron, aproximadamente, un 13% en 2009, tras registrar tasas de crecimiento interanual del 0,8% en 2008 y del 6,3% en 2007 (estas cifras incluyen el comercio entre países de la zona del euro). El deterioro del entorno exterior desde mediados de 2008 dio lugar a una grave recesión en el último trimestre del año, a la suspensión de muchas operaciones y al aplazamiento de las entregas de pedidos, lo que provocó un descenso especialmente acusado de las exportaciones. En consonancia

Gráfico 33 Existencias en las manufacturas y en el comercio al por menor (encuestas PMI)

(índices de difusión)



Fuente: Markit y BCE.

Notas: El total de las manufacturas es una media simple de los bienes intermedios y de los productos terminados. El total es una media simple del total de las manufacturas y del comercio al por menor.

con la idea de una cadena de suministro en contracción, la demanda de bienes intermedios se vio afectada considerablemente, al igual que la demanda de bienes de capital. Al mismo tiempo, el euro se apreció sustancialmente en términos efectivos nominales, lo que puede haber afectado también a las exportaciones. Sin embargo, estas comenzaron a aumentar nuevamente en el segundo semestre de 2009, ya que la actividad económica tocó fondo en los principales mercados de exportación, la desacumulación de existencias de los socios comerciales finalizó y el canal de suministro internacional volvió a empezar a funcionar con más normalidad. En los últimos meses del año, diversas encuestas sobre pedidos de exportaciones industriales y sobre carteras de pedidos mostraron que estaban creciendo de nuevo. En paralelo, las importaciones de la zona del euro disminuyeron en 2009 (aunque menos que las exportaciones), como consecuencia de la contracción de la demanda interna. En la medida en que predominaba el impacto de la caída de las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue considerablemente negativa, y se cifró en el conjunto de 2009 en 0,8 puntos porcentuales, aproximadamente. Ello se debió al efecto (incluidos los efectos arrastre asociados) de las considerables aportaciones negativas observadas en el segundo semestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, a pesar de que el resto del año se registraron contribuciones positivas.

UNA MARCADA CONTRACCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Desde una perspectiva sectorial, la contracción del producto afectó predominantemente a la industria—en mayor medida de lo que la evidencia empírica tiende a mostrar en relación con su gran sensibilidad al ciclo económico—, de modo que el valor añadido de la industria, excluida la construcción, cayó un 15,8%, en tasa interanual, en los primeros nueve meses de 2009. Los servicios de mercado y la construcción descendieron un 2,8% y un 4,9%, respectivamente.

La actividad manufacturera disminuyó con especial rapidez en los seis meses transcurridos

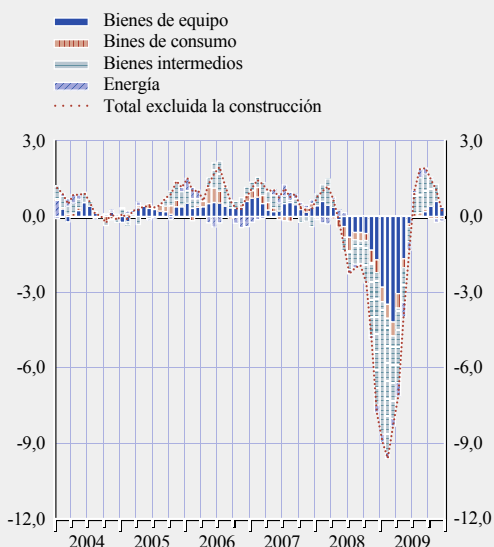
hasta febrero de 2009, y alcanzó su punto más bajo en abril de 2009, mes en que se situó un 22% por debajo del máximo registrado en enero de 2008. Posteriormente, la producción manufacturera comenzó a recuperarse, aunque a un ritmo lento. La utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero se redujo hasta llegar a un mínimo histórico del 69,6% en julio (según datos de las encuestas), muy por debajo de su media a largo plazo del 81,4%.

La producción de bienes intermedios se contrajo de forma especialmente acusada en respuesta a la paralización observada en la entrega de pedidos y a la reducción de existencias a lo largo de la cadena de suministro. La producción de bienes de equipo también cayó, como consecuencia de la debilidad de la demanda externa, del descenso de la inversión interna y de la rápida reducción de los pedidos pendientes, al igual que la producción en el sector del automóvil. En el segundo semestre de 2009, la producción se recuperó con más rapidez en la rama de bienes intermedios que en el sector de la automoción (véase gráfico 34). La producción de la construcción continuó siendo particularmente débil, y la construcción residencial se deterioró aún más. Este deterioro fue especialmente grave en varios países, sobre todo en aquellos en los que el peso del sector de la construcción en términos del PIB había aumentado significativamente antes de las turbulencias financieras. Las medidas públicas encaminadas a acelerar los proyectos de infraestructuras compensaron, en cierta medida, este deterioro.

Aunque con una mayor capacidad de resistencia, la producción de los servicios de mercado se redujo casi un 3%, en tasa interanual, en términos de valor añadido. Los servicios entre empresas comenzaron a soportar presiones crecientes, mientras que las compañías recortaban las compras en la medida de lo posible, y se centraban en los gastos esenciales. El transporte se vio especialmente afectado por la desaceleración observada en la entrega de pedidos y por las perturbaciones en la cadena de suministro, y los servicios de empleo, que son muy cíclicos, cayeron drásticamente.

Gráfico 34 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La evidencia sugiere que el producto de los alquileres de automóviles y de los servicios de publicidad y de asesoramiento sufrió un considerable descenso. Por el contrario, los servicios relacionados con la reestructuración de empresas prosperaron, y la contratación externa se mantuvo con relativa solidez en un contexto de esfuerzos renovados para recortar costes. Asimismo, los servicios informáticos registraron un retroceso menos acusado. A los servicios orientados al consumidor les fue mejor, en general, aunque muchas filiales informaron de la existencia de contracciones. El comercio al por menor en su conjunto se vio afectado por el descenso del consumo, y se produjo un marcado cambio en la estructura de la demanda hacia bienes más baratos y sin marca, lo que produjo una acusada disminución de la demanda de bienes más caros.

DETERIORO DEL MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se deterioró sustancialmente

en 2009. Este deterioro fue continuación de la inversión, en 2008, de la mejora continua registrada en los dos años anteriores, que había dado lugar a fuertes tensiones en los mercados de trabajo y a crecientes presiones salariales hacia finales de 2007. Al mismo tiempo, la contracción del empleo y el consiguiente crecimiento del desempleo fueron considerablemente menos marcados de lo que habría cabido esperar en vista de la extraordinaria magnitud del descenso del producto, teniendo en cuenta incluso las regularidades empíricas relativas a que el empleo suele reaccionar con cierto desfase respecto al ciclo económico. Además, el impacto de esta evolución sobre los distintos colectivos de trabajadores, así como sobre los países, fue bastante heterogéneo (véase recuadro 5).

En 2009, el empleo de la zona del euro (medido en número de personas) descendió un 2,1% en el período transcurrido hasta el tercer trimestre (véase cuadro 4). Por otra parte, las empresas redujeron considerablemente las horas de trabajo, aprovechando, con frecuencia, los planes de reducción de jornada subvencionados por los Gobiernos, como los de Bélgica, Alemania e Italia. Como resultado, el promedio del número de horas trabajadas por persona disminuyó un 2%. La productividad por hora trabajada experimentó un fuerte caída, lo que afectó a los márgenes empresariales, ya que muchas empresas prefirieron soportar el coste limitado de atesorar empleo antes que tener que hacer frente a los costes más elevados asociados con el despido de trabajadores (por ejemplo, la pérdida de capital humano o los costes de rotación de la mano de obra). El crecimiento de la productividad solo se recuperó ligeramente en el segundo semestre del año. La productividad aparente del trabajo, medida como el PIB dividido por el empleo total, se contrajo notablemente, descendiendo en un promedio cercano al 2,2% en 2009.

Desde una perspectiva sectorial, el empleo en la construcción siguió descendiendo, reduciéndose a una tasa interanual del 7,9% en el tercer trimestre de 2009, debido a un

Cuadro 4 Evolución del mercado de trabajo

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

	2007	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Población activa	0,8	0,8	.	0,1	0,1	0,1	-0,1	.
Empleo	1,8	0,7	.	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	.
Agricultura ¹⁾	-1,5	-1,4	.	0,1	-0,8	-0,8	-1,1	.
Industria ²⁾	1,3	-0,8	.	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	.
– excl. construcción	0,3	-0,1	.	-1,1	-1,5	-1,8	-1,6	.
– Construcción	3,8	-2,2	.	-2,2	-2,3	-1,4	-2,0	.
Servicios ³⁾	2,1	1,4	.	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	.
Tasas de desempleo⁴⁾								
Total	7,5	7,5	9,4	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9
Menores de 25 años	14,9	15,4	19,6	16,6	18,2	19,3	20,0	20,8
De 25 años o mayores	6,6	6,6	8,2	7,0	7,7	8,1	8,4	8,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye pesca, caza y silvicultura.

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

3) Excluye organismos extraterritoriales.

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

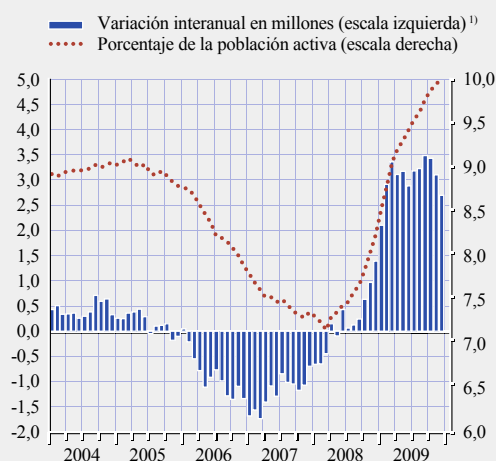
aumento del exceso de capacidad productiva, que fue especialmente acentuado en algunos países, así como a la proporción relativamente elevada de trabajadores temporales empleados en esta rama de actividad. En un contexto de aceleración del descenso del producto, en 2009, la industria excluida la construcción comenzó a recortar empleos, aunque con cierto desfase, cifrándose este recorte en un 6% en el período transcurrido hasta el tercer trimestre de 2009. El crecimiento del empleo en la rama de servicios disminuyó de forma más moderada, en un 0,6% interanual en el tercer trimestre de 2009. Algunos sectores se vieron más afectados, sobre todo la intermediación financiera –en un entorno de recorte de los costes por parte de los bancos–, así como el comercio y transporte, los servicios de colocación de trabajadores y algunos otros servicios.

En 2009, el aumento medio mensual del número de parados se situó en torno a 230.000, con un máximo cercano a los 450.000 en el primer trimestre de 2009 e incrementos mensuales próximos a 80.000 al final del año. La tasa de

desempleo era del 9,9% en el cuarto trimestre de 2009, tras haberse situado en el 7,2%, su nivel más bajo en décadas, en el primer trimestre de 2008 (véase gráfico 35).

Gráfico 35 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

1) Las variaciones interanuales no están desestacionalizadas.

Recuadro 5

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO EN 2009

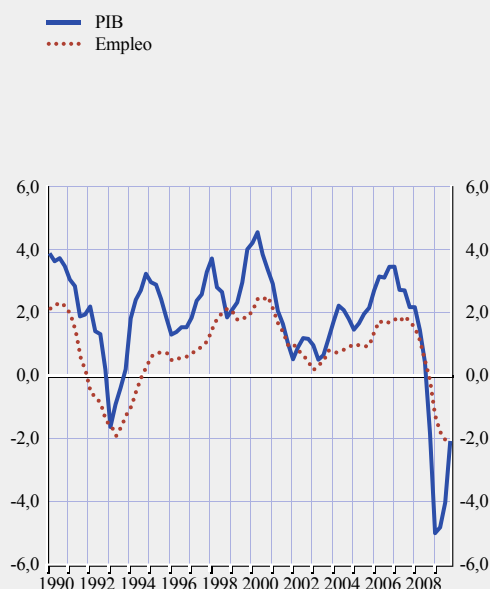
Tras la moderación observada en el crecimiento del empleo en 2008, los mercados de trabajo de la zona del euro se deterioraron en 2009, a medida que el crecimiento económico se desaceleraba y que el desempleo empezaba a aumentar con más rapidez. En este recuadro se examina la evolución del empleo en la zona y se analizan las distintas experiencias de algunos Estados miembros en esta materia, así como la de diferentes colectivos dentro del mercado de trabajo.

En general, la evolución de las variables relativas al mercado de trabajo tiende a estar desfasada con respecto a las relacionadas con la actividad económica (véase gráfico A). A principios de 2009 se detectaron señales crecientes de que las secuelas de la desaceleración económica, que habían provocado inicialmente una contracción acusada y repentina del empleo en la construcción, estaban comenzando a transmitirse a la economía en su conjunto, sobre todo a la industria y, en menor medida, a los servicios al sector privado (véase gráfico B). En el verano de 2009, el descenso que se observó en la tasa de empleo fue el más pronunciado desde el segundo trimestre de 1993.

Varios colectivos parecen haberse visto más afectados por el deterioro registrado en los mercados de trabajo, en concreto, los trabajadores más jóvenes y aquellos con contratos temporales y menos cualificados (véase gráfico C). La acusada desaceleración observada en el crecimiento del empleo juvenil ha ocasionado un aumento considerable del desempleo juvenil en toda la zona del euro, que ahora se sitúa en el nivel más elevado desde noviembre de 1997. Si bien el empleo de los trabajadores con contratos temporales había empezado a descender sustancialmente en

Gráfico A Crecimiento del PIB y del empleo en la zona del euro

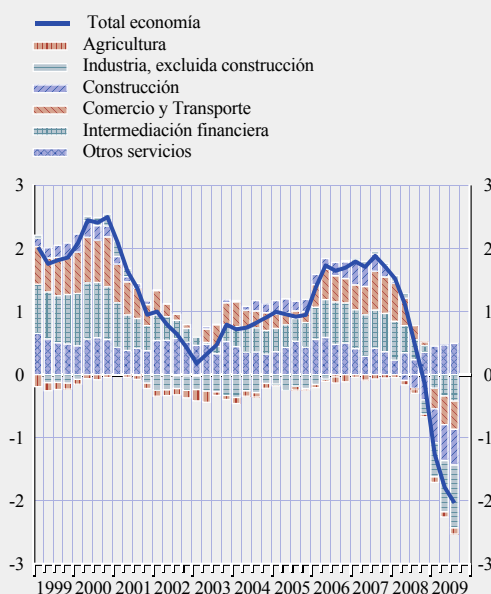
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento del empleo en la zona del euro y contribuciones por sectores

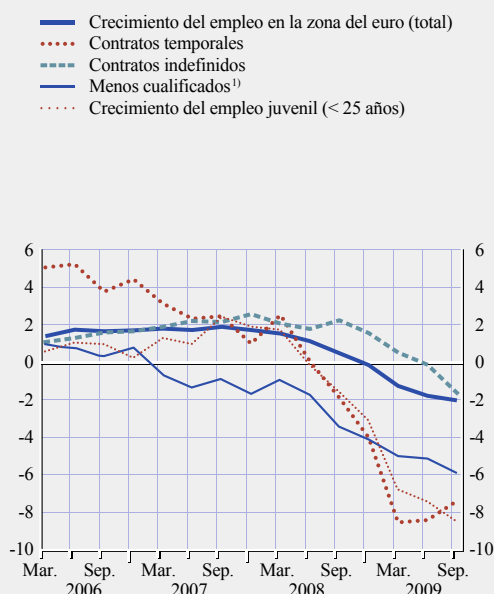
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Crecimiento del empleo en algunos colectivos

(tasas de variación interanual)

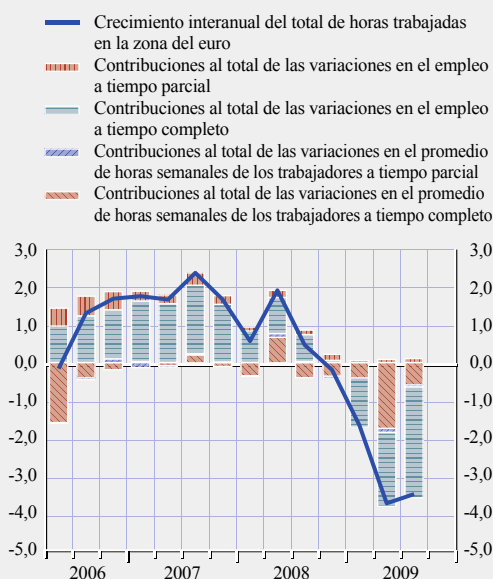


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Menos cualificados se define como aquellos trabajadores con un certificado escolar inferior a la educación secundaria, o equivalente.

Gráfico D Crecimiento de las horas trabajadas en la zona del euro y contribuciones

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat, encuesta de fuerza de trabajo de la UE y cálculos del BCE.

2008, este descenso se intensificó notablemente a comienzos de 2009. Los trabajadores con contratos indefinidos se han visto, hasta el momento, menos afectados, como consecuencia, entre otros factores, de los mayores niveles de protección de empleo que, en general, se les ofrece¹. El empleo de los trabajadores menos cualificados también experimentó una contracción significativa. Hasta cierto punto, este patrón es típico de las recesiones, pero plantea problemas importantes relativos a la depreciación de los conocimientos profesionales, posibles efectos de histéresis y, en última instancia, eventuales pérdidas de producción si los parados se desaniman debido a las perspectivas de empleo y abandonan el mercado de trabajo, o si las inversiones en capital humano de trabajadores jóvenes o menos cualificados se retrasan o se distorsionan.

Variaciones en el total de horas trabajadas

El descenso del empleo no fue la única manifestación de la acusada contracción observada en la demanda de trabajo. En el segundo trimestre de 2009, la zona del euro fue testigo de la mayor caída interanual registrada en el total de horas trabajadas desde que se iniciaron las series (2001). Si bien gran parte de esta caída es atribuible a la considerable reducción de las plantillas (especialmente, pérdidas de empleos a tiempo completo) que tuvo lugar en toda la zona del euro a mediados de 2009, una proporción similar se debió a la sustancial disminución de la media de

1 Véanse también los recuadros titulados «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica» y «Composición del reciente descenso del empleo en la zona del euro», en los boletines mensuales del BCE de junio de 2009 y de septiembre de 2009, respectivamente.

horas trabajadas a la semana (véase gráfico D)². Los planes de ajuste de las horas trabajadas se han utilizado de forma generalizada en el sector privado, apoyándose en las medidas introducidas por los Gobiernos nacionales, o en la ampliación de las ya existentes, diseñadas para proteger el empleo durante la recesión. Tales medidas pueden ser beneficiosas en el corto plazo, ya que ayudan a las empresas que no están seguras de la posible duración o profundidad de una recesión a mantener las plantillas, evitando con ello costosas pérdidas de capital humano y de empleo. Sin embargo, existen riesgos asociados a la utilización prolongada de estos planes en el largo plazo, sobre todo si tales medidas impiden una reasignación sectorial eficiente de los recursos después de que se hayan producido desequilibrios persistentes.

Evolución del desempleo

El desempleo comenzó a aumentar en la primavera de 2008, pero pasó a crecer con más rapidez a principios de 2009, y en el primer trimestre del año el número de parados registró un incremento sin precedentes. Aunque en los meses posteriores la tasa de crecimiento experimentó una cierta moderación, continuaron produciéndose pérdidas de empleo a unas tasas intertrimestrales nunca antes observadas en la zona del euro. Así pues, a finales de 2009, la tasa de desempleo de la zona había alcanzado el 10%, la más alta de la década. Además, siguieron existiendo importantes disparidades entre los países de la zona, y algunos de ellos (en particular, España e Irlanda) registraron incrementos relativamente importantes en las tasas de paro nacionales, mientras que en otros se observaron aumentos bastante modestos, pese a que las caídas del producto fueron relativamente importantes (concretamente, Alemania e Italia)³.

Indudablemente, parte de la marcada disparidad existente en la experiencia de los distintos países puede considerarse consecuencia de un notable ajuste a burbujas anteriores en la construcción, siendo Irlanda y España los países que se han visto afectados en mayor medida por los pronunciados descensos observados en el sector de la construcción, que anteriormente habían sido muy dinámicos. También puede explicarse por los diferentes marcos institucionales y por las respuestas divergentes a la recesión ofrecidas por los Gobiernos de la zona del euro. De ahí que el uso generalizado de una mayor flexibilidad en la organización del trabajo, sobre todo en los sectores industriales de Alemania e Italia, haya contribuido a ralentizar el aumento del desempleo en estos países. Por el contrario, la mayor incidencia de los contratos temporales y una menor dependencia de los planes de reducción de jornada en España han provocado en ese país una destrucción de empleo sustancial y, por tanto, un incremento considerable del desempleo, hasta alcanzar en torno al 20% de la población activa.

Implicaciones para la política de empleo

La profundidad de la recesión no ha tenido precedentes en la época reciente. Dado que es probable que el desempleo siga creciendo durante algún tiempo más, los responsables de las políticas de empleo tendrán que asegurarse de que el deterioro observado recientemente no se traduzca en un

² Los datos están tomados de la encuesta europea de población activa, ya que no se dispone de agregados para la zona del euro publicados con frecuencia trimestral procedentes de las cuentas nacionales. Para más información sobre las variaciones en las horas trabajadas inferidas de las cuentas nacionales, sobre la base de las compilaciones de datos disponibles correspondientes solamente a las tres economías de la zona del euro más grandes, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la productividad en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de diciembre de 2009.

³ Véase también el recuadro titulado «Relaciones entre el producto y el desempleo en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2009. Desde que en marzo de 2008 se registrara la tasa de desempleo más baja de la historia de la zona del euro (7,2%), correspondió solamente a España más de la mitad de los 4,3 millones de nuevos parados, mientras que Francia e Italia contribuyeron con alrededor de un quinto y un décimo, respectivamente. Pese a la población relativamente reducida de Irlanda, la contribución de este país se situó en torno al 3,9%, mientras que la de la economía más grande de la zona, es decir, Alemania, fue de un 0,8%.

mayor desempleo estructural. Es probable que la mejora de los mercados de trabajo en el largo plazo dependa, en gran medida, de la capacidad que muestre la zona del euro de reorganizar y reestructurar estos mercados tras las turbulencias. Es posible que este proceso de reestructuración creativa requiera nuevas reformas tanto en los mercados de trabajo como de productos para mejorar las perspectivas de empleo en el largo plazo y facilitar la movilidad laboral durante el proceso de transición. En estas reformas se incluirán medidas para aumentar la flexibilidad salarial —permitiendo la diferenciación suficiente según las condiciones de los mercados de trabajo, la competitividad de las empresas y la productividad de los trabajadores— con el fin de estimular la demanda de mano de obra. Además, será preciso eliminar en el momento oportuno las medidas adoptadas durante la crisis, entre ellas la actual dependencia de los planes de reducción de las horas de trabajo, para permitir la necesaria reasignación del trabajo desde los sectores menos productivos a los más productivos. La intensificación de las reformas estructurales contribuirá a facilitar la movilidad en los mercados de trabajo y favorecerá la reintegración de los trabajadores despedidos a sus puestos de trabajo. Las reformas que mejoren la eficiencia y la efectividad de las políticas activas del mercado de trabajo, incluidas las que combinan la flexibilidad en la organización del trabajo o el apoyo social con políticas que fomentan la adquisición de capital humano y la formación permanente, contribuirán a facilitar que los parados vuelvan a encontrar empleo. Del mismo modo, la flexibilización de la legislación de protección del empleo de los trabajadores con contrato indefinido ayudaría a reducir en cierta medida la dualidad existente en los mercados de trabajo. También beneficiaría, especialmente, a las personas que se incorporen a la población activa y que, hasta el momento, se han visto castigadas de manera desproporcionada por la recesión y que son fuentes potenciales de dinamismo e innovación. En los mercados de productos, el aumento de la competencia contribuiría a fomentar la innovación y la puesta en práctica de prácticas laborales eficientes.

2.5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

ACUSADO DETERIORO DE LAS SITUACIONES PRESUPUESTARIAS EN 2009

Con el trasfondo de la de crisis financiera, una fuerte contracción económica y la adopción de medidas contracíclicas de estímulo fiscal, las situaciones presupuestarias de los países de la zona del euro empeoraron drásticamente en 2009, tras el deterioro de las finanzas públicas registrado el año anterior. Según las previsiones económicas de otoño de la Comisión Europea, publicadas el 3 de noviembre de 2009, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas en la zona del euro aumentó desde el 2% del PIB en 2008 hasta el 6,4% en 2009, lo que constituye el mayor deterioro presupuestario en un solo año desde la creación de la UEM (véase cuadro 5). El empeoramiento de la situación presupuestaria tuvo lugar junto a una fuerte caída del PIB y estuvo impulsado principalmente por la evolución del gasto, así como por la reducción de los ingresos resultante, en parte, de recortes de impuestos y de otras medidas de estímulo.

En consecuencia, la ratio media de ingresos de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro cayó 0,8 puntos porcentuales, hasta el 44%, mientras que la ratio de gasto aumentó 3,6 puntos porcentuales del PIB, hasta situarse en un nivel relativamente elevado, el 50,4% del PIB.

Las previsiones económicas de otoño de 2009 de la Comisión Europea son, en promedio, algo menos favorables que las estimaciones presentadas en la última actualización de los programas de estabilidad, realizada por la mayoría de los países de la zona del euro entre diciembre de 2009 y febrero de 2010. Los programas de estabilidad actualizados indican un déficit para la zona del euro en su conjunto ligeramente inferior, el 6,2% del PIB, en 2009 (véase cuadro 5). Casi todos los países de la zona del euro registraron un déficit superior al valor de referencia del 3% del PIB, alcanzándose en tres de ellos — Irlanda, Grecia y España — ratios de déficit de dos dígitos.

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

(en porcentaje del PIB)

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

	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2007	2008	2009	2009
Bélgica	-0,2	-1,2	-5,9	-5,9
Alemania	0,2	0,0	-3,4	-3,2
Irlanda	0,3	-7,2	-12,5	-11,7
Grecia	-3,7	-7,7	-12,7	-12,7
España	1,9	-4,1	-11,2	-11,4
Francia	-2,7	-3,4	-8,3	-7,9
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
Chipre	3,4	0,9	-3,5	n.d.
Luxemburgo	3,7	2,5	-2,2	-1,1
Malta	-2,2	-4,7	-4,5	-3,8
Países Bajos	0,2	0,7	-4,7	-4,9
Austria	-0,6	-0,4	-4,3	-3,5
Portugal	-2,6	-2,7	-8,0	n.d.
Eslovenia	0,0	-1,8	-6,3	-5,7
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-6,3	-6,3
Finlandia	5,2	4,5	-2,8	-2,2
Zona del euro	-0,6	-2,0	-6,4	-6,2

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

	Previsiones de la Comisión Europea			Programa de estabilidad
	2007	2008	2009	2009
Bélgica	84,2	89,8	97,2	97,9
Alemania	65,0	65,9	73,1	72,5
Irlanda	25,1	44,1	65,8	64,5
Grecia	95,6	99,2	112,6	113,4
España	36,1	39,7	54,3	55,2
Francia	63,8	67,4	76,1	77,4
Italia	103,5	105,8	114,6	115,1
Chipre	58,3	48,4	53,2	n.d.
Luxemburgo	6,6	13,5	15,0	14,9
Malta	62,0	63,8	68,5	66,8
Países Bajos	45,5	58,2	59,8	62,3
Austria	59,5	62,6	69,1	66,5
Portugal	63,6	66,3	77,4	n.d.
Eslovenia	23,3	22,5	35,1	34,4
Eslovaquia	29,3	27,7	34,6	37,1
Finlandia	35,2	34,1	41,3	41,8
Zona del euro	66,0	69,3	78,2	78,7

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

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. La media de la zona euro incluye los 16 países que eran miembros de la zona del euro el 1 de enero 2009.

En el contexto de la notificación de otoño de 2009, Grecia, tras un cambio de Gobierno, revisó considerablemente al alza, en 2,1 puntos porcentuales, la ratio de déficit que había notificado para 2008, cifrándola en el 7,7% del PIB, así como la ratio prevista para 2009, revisada al alza en 6,5 puntos porcentuales, hasta situarla en el 12,5% del PIB, lo que puso en evidencia la existencia de un desequilibrio fiscal muy grave. El principal motivo de la

revisión del déficit de 2008 fue la inclusión de suministros médicos por parte de hospitales públicos por encima de su presupuesto, mientras que la revisión para 2009 se debió al hecho de que la previsión inicial estaba basada, en gran medida, en un objetivo presupuestario que no se había revisado conforme a las estadísticas trimestrales y mensuales de finanzas públicas ya disponibles. El deterioro observado en 2009 se debe, en gran parte, al desbordamiento del

gasto, especialmente del asociado a inversiones públicas y a ayudas a las administraciones de Seguridad Social, así como a la caída de los ingresos procedentes de los impuestos directos e indirectos respecto a los previstos. Las revisiones, que siguieron el mismo patrón que el observado en años anteriores, pusieron de manifiesto deficiencias sistemáticas en la elaboración de las estadísticas y de las previsiones relativas a las finanzas públicas griegas. Eurostat expresó sus reservas sobre la calidad de los datos aportados por Grecia, habida cuenta de la elevada incertidumbre en torno a las cifras facilitadas, y no validó los datos fiscales proporcionados.

A finales de febrero de 2010, trece países de la zona del euro eran objeto de un procedimiento de déficit excesivo. En diciembre de 2009, el Consejo ECOFIN fijó el año 2013 como plazo límite para corregir los déficits excesivos en la mayor parte de los países, el año 2012 para Bélgica e Italia y 2014 para Irlanda (véase cuadro 6). En febrero de 2010, el Consejo adoptó decisiones en relación con Malta y Grecia. En el caso de Malta, donde las autoridades habían previsto reducir la ratio de déficit registrada en 2009 hasta situarla por debajo del valor de referencia, el plazo límite quedó fijado en 2011. En cuanto a Grecia, tras

la decisión adoptada de conformidad con el apartado 8 del artículo 126 del Tratado, de que no se habían tomado medidas efectivas para corregir el déficit excesivo en 2009, el Consejo adoptó una decisión con arreglo al apartado 9 del artículo 126 del Tratado, formulando una advertencia a este país para la adopción de medidas en el marco del procedimiento de déficit excesivo. La decisión fijó el año 2012 como plazo límite para la corrección por parte de Grecia de su déficit excesivo e instó al país a presentar un calendario detallado de medidas, así como a informar periódica y públicamente al respecto. Las exigencias se formularon a Grecia tras la declaración del Consejo Europeo del 11 de febrero de 2010, de que los Gobiernos de la UE apoyan plenamente los esfuerzos del Gobierno de Grecia y su compromiso de hacer lo que sea necesario para garantizar que se cumplan los ambiciosos objetivos de consolidación establecidos.

La caída de la actividad económica, el aumento de los déficits y las intervenciones de los Gobiernos en respuesta a la crisis financiera contribuyeron al rápido incremento de las ratios de deuda pública en relación con el PIB. Según las previsiones de la Comisión de otoño de 2009, la ratio media de deuda bruta de las

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

(en porcentaje del PIB)

	Saldo presupuestario 2009	Inicio	Plazo límite	Ajuste estructural anual medio recomendado
Bélgica	-5,9	2010	2012	0,75
Alemania	-3,2	2011	2013	≥0,5
Irlanda	-11,7	2010	2014	2
Grecia	-12,7	2010	2012	≥3,5 en 2010-2011, ≥2,5 en 2012
España	-11,4	2010	2013	>1,5
Francia	-7,9	2010	2013	>1
Italia	-5,3	2010	2012	≥0,5
Chipre	n.d.	-	-	-
Luxemburgo	-1,1	-	-	-
Malta	-3,8	2010	2011	0,75
Países Bajos	-4,9	2011	2013	0,75
Austria	-3,5	2011	2013	0,75
Portugal	n.d.	2010	2013	1,25
Eslovenia	-5,7	2010	2013	0,75
Eslovaquia	-6,3	2010	2013	1
Finlandia	-2,2	-	-	-

Fuentes: Programas de estabilidad actualizados 2009-2010 (columna 1) y recomendaciones del Consejo ECOFIN de diciembre de 2009 y de febrero de 2010 (columnas 2, 3, 4).

Administraciones Públicas de la zona del euro experimentó un acusado aumento, hasta el 78,2% del PIB en 2009, desde el 69,3% del PIB en 2008. Los programas de estabilidad actualizados indican una ratio de deuda para 2009 similar, en líneas generales, en la zona del euro (véase cuadro 5). Los ajustes déficit-deuda, que también incorporan el impacto financiero de las recapitalizaciones bancarias y de los préstamos concedidos a empresas del sector privado (véase recuadro 6), volvieron a contribuir al incremento

de la ratio total de deuda. En 2009, diez países de la zona del euro registraron ratios de deuda superiores al valor de referencia del 60% del PIB (frente a siete en 2007), y dos de ellos (Grecia e Italia) ratios de deuda de tres dígitos. En todos los países, la ratio de deuda ha tendido a aumentar desde 2007-2008. Además, los avales públicos, que se contabilizan en cuentas fuera de balance, provocaron un sustancial incremento de los pasivos contingentes de las Administraciones Públicas.

Recuadro 6

EL APOYO DE LOS GOBIERNOS AL SECTOR BANCARIO DURANTE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008-2009 Y SU IMPACTO SOBRE LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO

En respuesta a la agudización de la crisis financiera en septiembre de 2008 (esto es, tras la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers), los Gobiernos de la zona del euro adoptaron medidas en el ámbito nacional con el fin de proporcionar apoyo a sus sistemas financieros y asegurar unas condiciones de financiación adecuadas para la economía real. Las medidas respetaban los principios rectores comunes de la UE¹, las orientaciones proporcionadas posteriormente en las comunicaciones de la Comisión Europea² y las recomendaciones del BCE³.

Inicialmente, el apoyo financiero público se centró en el pasivo de los balances de las entidades de crédito y consistió en las siguientes medidas: i) garantías públicas para los préstamos interbancarios y para las nuevas emisiones de deuda de las entidades, ii) la recapitalización de instituciones financieras con problemas, que incluyeron inyecciones de capital y préstamos, y iii) la ampliación de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos de particulares.

Desde principios de 2009, el apoyo público empezó a dirigirse al activo de los balances de las entidades de crédito, dada la elevada incertidumbre en torno a las valoraciones de activos y los riesgos de nuevas reducciones del valor contable de los activos. Los programas de rescate de activos incluían: i) programas de eliminación de activos (los activos deteriorados se eliminan del balance), y ii) programas de aseguramiento de activos (los activos se mantienen en el balance pero las entidades de crédito están aseguradas frente al riesgo por eventos poco probables pero de gran impacto, el denominado *tail risk*).

1 En la reunión del Consejo ECOFIN de 7 de octubre de 2008 se acordó que las medidas adoptadas en el ámbito nacional para apoyar a las instituciones financieras de importancia sistémica se aplicarían durante un plazo limitado y dentro de un marco coordinado, tomando debidamente en consideración los intereses de los contribuyentes. El 12 de octubre de 2008, los países de la zona del euro adoptaron un plan europeo de acción coordinado, cuyos principios fueron ratificados por el Consejo Europeo unos días después y sirvieron de guía para la adopción de medidas nacionales (adicionales) en apoyo del sistema financiero.

2 La Comisión Europea ha adoptado las siguientes comunicaciones: i) Comunicación bancaria, DO C 270, 25.10.2008, p. 8; ii) Comunicación sobre recapitalización, DO C 10, 15.01.2009, p. 2; iii) Comunicación sobre activos deteriorados, DO C 72, 26.03.2009, p. 1; y iv) Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales, DO C 195, 19.08.2009, p. 9.

3 Recomendaciones del Consejo de Gobierno del BCE sobre las garantías estatales para los valores de renta fija de las entidades de crédito, 20 de octubre de 2008, y sobre la determinación del precio de las recapitalizaciones bancarias, 20 de noviembre de 2008, que pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Aunque estas intervenciones tuvieron éxito en la restauración de la estabilidad del sistema financiero, conllevaron costes fiscales elevados para los Gobiernos de la zona del euro. Con arreglo a los principios de registro estadístico, como aclaró Eurostat, el apoyo de los Gobiernos en forma de inyecciones de capital y de adquisiciones de activos debe contabilizarse como una operación financiera que afecta a la deuda pública pero que no tienen impacto sobre el déficit o el superávit públicos, salvo que tales inyecciones de capital y adquisiciones de activos se realicen a un precio superior o inferior al precio de mercado. En función de las necesidades de endeudamiento de las Administraciones Públicas para financiar las operaciones de rescate, puede producirse un impacto sobre la deuda pública bruta. Las garantías públicas representan pasivos contingentes, y se registran en cuentas fuera de balance.

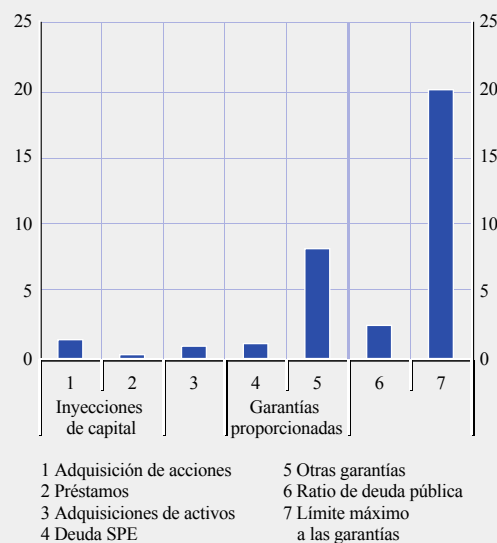
El gráfico proporciona una perspectiva general de las medidas de estabilización del sector financiero adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en 2008 y 2009 (columnas 1 a 5, a la izquierda de la línea vertical azul), incluida la creación de sociedades instrumentales, que se benefician de las garantías públicas. También muestra (columnas 6 y 7, a la derecha de la línea azul) el impacto sobre el ratio de deuda pública y sobre el importe de las garantías, incluidas las que cubrían la deuda emitida por sociedades instrumentales, concedidas y, en cierta medida, proporcionadas por los Gobiernos de la zona a finales de 2009.

En el período 2008-2009, el impacto acumulado sobre la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro derivado de las operaciones de estabilización (teniendo asimismo en cuenta los reembolsos del capital proporcionado en las medidas de apoyo en algunos países) ha sido equivalente al 2,5% del PIB, mientras que el impacto sobre el déficit público ha sido reducido.

Aparte del impacto directo sobre el déficit y sobre la deuda, las operaciones de rescate bancario han generado mayores riesgos fiscales que podrían materializarse y tener un efecto adverso sobre las cuentas públicas a medio y a largo plazo. Los Gobiernos han asumido dos tipos de riesgo fiscal. La primera fuente de riesgo fiscal son los pasivos contingentes, que han aumentado considerablemente desde el comienzo de la crisis financiera, sin que pueda descartarse la posibilidad de que, en el futuro, se necesiten nuevas garantías o se ejecuten algunas de las garantías otorgadas. Como se observa en el gráfico, a finales de 2009, los pasivos contingentes implícitos, medidos por los recursos destinados a los programas de garantías (excluidas las garantías públicas a los depósitos de particulares), ascendían al 20,1% del PIB para los Gobiernos de la zona del euro, mientras que los pasivos contingentes explícitos, medidos por las garantías que realmente utilizaron las entidades de crédito, representaban alrededor del 9,4% del PIB.

Operaciones acumuladas de estabilización del sector financiero: impacto sobre la deuda pública y sobre los pasivos contingentes

(2008-2009; en porcentaje del PIB de 2009)



Fuente: SEBC.

Nota: Las garantías excluyen las garantías a los depósitos de particulares.

Una segunda fuente de riesgo fiscal está relacionada con el efecto del apoyo proporcionado por los Gobiernos al sector bancario (es decir, recapitalizaciones de entidades de crédito, adquisiciones de activos y préstamos) sobre el tamaño y la composición del balance del sector público⁴. En principio, estas intervenciones representan adquisiciones de activos financieros que no influyen en la deuda pública neta. No obstante, es posible que cambios de valoración, así como la incertidumbre existente en torno a los ingresos efectivos obtenidos de la venta futura de estos activos, causen un impacto sobre la solvencia fiscal.

Por último, los costes fiscales del apoyo al sector bancario quedan parcialmente compensados con los dividendos, los pagos de intereses y las comisiones que las entidades de crédito pagan a los Gobiernos a cambio del apoyo financiero proporcionado.

Para concluir, la valoración de los costes fiscales netos del apoyo público al sector bancario debe realizarse desde una perspectiva a largo plazo, que va más allá del año en que se proporcionó efectivamente el apoyo, y debe tomar en consideración las repercusiones más amplias del apoyo sobre el balance del sector público.

4 Véase «Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks», Departamento de Finanzas Públicas y Departamento de Mercados Monetarios y de Capital, FMI, julio 2009.

Como reflejo de los riesgos crecientes para la sostenibilidad presupuestaria, el aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro, que se había acentuado en el otoño de 2008, continuó hasta bien entrado 2009 (véase recuadro 7). Aunque a partir de marzo de 2009 se observó una reducción de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana, a finales de año y a principios de 2010, los diferenciales de riesgo soberano de algunos países con una evolución de las finanzas públicas particularmente adversa presentaban fuertes divergencias con respecto a la tendencia media, especialmente en el caso de Grecia.

El análisis de los factores determinantes del deterioro presupuestario resulta especialmente difícil en la coyuntura actual debido a la incertidumbre existente en torno a la identificación del crecimiento tendencial y de la brecha de producción en tiempo real. Teniendo esto presente, se considera que tanto la acción de los estabilizadores automáticos como la orientación expansiva de la política fiscal adoptada en los países de la zona del euro tuvieron un considerable impacto negativo sobre el saldo presupuestario.

Descendiendo al detalle se observa que la contracción económica ha provocado una disminución de las bases impositivas y un aumento de las prestaciones sociales y de las transferencias pagadas. Además, la reducción de los ingresos más allá de lo que cabría esperar a partir de las elasticidades estimadas ha presionado al alza los déficits. Gran parte del deterioro observado se debe a los recortes de impuestos y a otras medidas de estímulo fiscal aplicadas en muchos países de la zona del euro, así como a una tasa de crecimiento del gasto estructural superior a la del PIB tendencial. Según las estimaciones de la Comisión Europea, las medidas discrecionales aplicadas en 2009 ascendieron al 1,3% del PIB, reflejo, en su mayor parte, de los planes de estímulo fiscal adoptados a tenor del Plan europeo de recuperación económica de finales de 2008. Pese a la incertidumbre existente sobre la influencia de los efectos cíclicos y estructurales en la evolución de las finanzas públicas, todos los países de la zona afrontan considerables necesidades de saneamiento presupuestario para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Recuadro 7

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

La tasa de crecimiento interanual del saldo vivo de la deuda pública de la zona del euro fue del 11,3% en 2009, sustancialmente superior a la ya elevada tasa de crecimiento del 8,1% registrada en 2008 (véase cuadro A), y la más alta de la pasada década¹. Este incremento reflejó los importantes desequilibrios fiscales observados en 2009 en la mayor parte de los países de la zona. Las nuevas emisiones, junto con el crecimiento fuertemente negativo del PIB real registrado en 2009, contribuyeron a que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB de la zona del euro experimentara un acusado deterioro, aumentando desde el 69,3% en 2008 hasta el 78,2% en 2009.

Si se considera la composición de la emisión neta en 2009, la actividad en el mercado primario de deuda pública a corto plazo de la zona del euro continuó creciendo con fuerza, si bien a un ritmo más lento que en 2008. Esto se debió, en parte, a que la curva de rendimientos aumentó su pendiente durante 2009, lo que hizo que la financiación a corto plazo resultara relativamente más atractiva en términos del gasto por intereses en el corto plazo. Asimismo, es posible que la mayor dependencia de la financiación en el corto plazo también haya reflejado cierta disminución de la preferencia de los inversores por la deuda pública a más largo plazo en el primer semestre del año, así como unos diferenciales de riesgo de la deuda a largo plazo más elevados que los de la deuda a corto plazo en algunos países. En consecuencia, la proporción de deuda a largo plazo se redujo de nuevo en 2009, hasta el 86,7% del saldo vivo de deuda pública, bastante por debajo de la media registrada desde el inicio de la tercera fase de la UEM (véase cuadro B).

En 2009, los pagos de intereses en relación con el PIB prácticamente no cambiaron con respecto a 2008. En el gráfico A se muestra la desagregación de las variaciones de los pagos de intereses en: i) el efecto derivado de las variaciones de la deuda pública, ii) el efecto resultante de las variaciones de los tipos de interés y iii) un efecto cruzado residual². Pese al aumento de la deuda,

Cuadro A Tasas de crecimiento interanual de las emisiones de deuda pública en la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Total Administraciones Públicas	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,1	11,3
A largo plazo	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,7	9,6
A tipo de interés fijo	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,5	9,6
A tipo de interés variable	-1,6	7,0	8,4	3,0	5,4	5,2	6,4
A corto plazo	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,4	24,2

Fuente: BCE.

- Las tasas de crecimiento se calculan a partir de transacciones financieras y, por lo tanto, excluyen reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Para más detalles, véanse las notas técnicas relativas a los cuadros 4.3 y 4.4 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual del BCE.
- La variación de los pagos de intereses nominales, I , puede desagregarse de la manera siguiente:

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

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

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

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

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Administración Central	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5	93,8
<i>Deuda a largo plazo</i>	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,8	80,9
<i>Deuda a corto plazo</i>	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8	12,9
Otras Administraciones Públicas	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5	6,2
<i>Deuda a largo plazo</i>	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0	5,8
<i>Deuda a corto plazo</i>	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,3
Total Administraciones Públicas							
<i>A largo plazo</i>	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,8	86,7
A tipo de interés fijo	82,2	82,6	83,2	84,0	83,3	79,7	77,6
A tipo de interés variable	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	8,1	7,8
<i>A corto plazo</i>	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,2	13,3
Total Administraciones Públicas en mm de euros	4.151,8	4.386,8	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.261,1	5.809,9

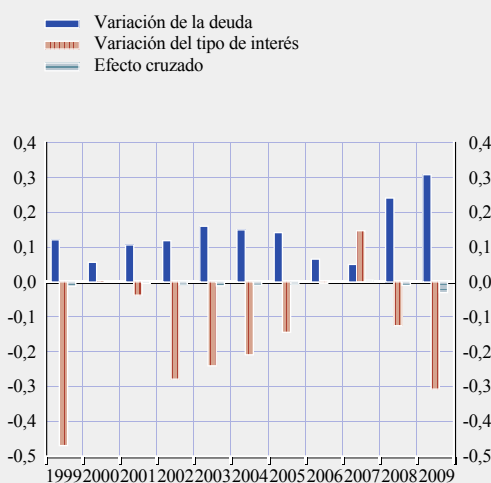
Fuente: BCE.

los pagos de intereses se mantuvieron casi invariables en relación con el PIB. Esta evolución fue reflejo del hecho de que la contribución de los tipos de interés más bajos (el 0,3% del PIB) superó el aumento de la contribución de la variación de la deuda pública sólo por un pequeño margen. El impacto de los efectos cruzados fue reducido.

La tendencia al alza observada en los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, que comenzó a principios de 2008, continuó hasta bien entrado 2009 (véase gráfico B). En consecuencia, en el primer trimestre de 2009, los diferenciales de los rendimientos de la deuda soberana a diez años con respecto a Alemania alcanzaron los niveles más elevados registrados desde el inicio de la Unión Monetaria. Este máximo coincidió con

Gráfico A Desagregación de la variación de los pagos de intereses en el período 1999-2009

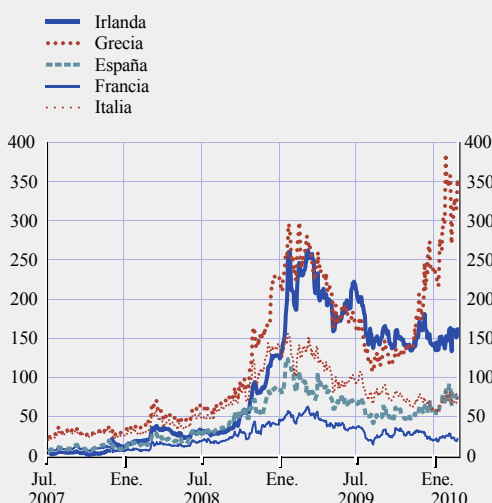
(en porcentaje del PIB; datos anuales)



Fuente: Comisión Europea (base de datos Ameco).

Gráfico B Diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de países seleccionados frente a Alemania

(datos diarios; en puntos básicos)



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

el mínimo observado en los precios de las acciones y de otros activos de riesgo, y reflejó los acusados incrementos de las primas de liquidez y de riesgo de crédito³. Cuando, después de marzo de 2009, la confianza de los mercados se restableció paulatinamente, los diferenciales de la deuda soberana de la mayor parte de los países de la zona del euro se redujeron gradualmente hasta cifrarse en magnitudes inferiores a la mitad de los máximos registrados. No obstante, en algunos países, estos diferenciales volvieron a aumentar significativamente a finales de 2009 y principios de 2010. Las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana mostraron una evolución similar.

Durante la crisis financiera se ha producido una fuerte correlación entre las primas de riesgo soberano de la zona del euro que sugiere que, durante la mayor parte del tiempo, los diferenciales estuvieron principalmente determinados por perturbaciones comunes más que por perturbaciones en países concretos, incluida una apreciación más realista del riesgo. No obstante, la sensibilidad ante estas perturbaciones comunes fue muy diferente en los distintos países, reflejando, fundamentalmente, la fortaleza de las posiciones presupuestarias observadas y de las previstas, ya que los países con posiciones presupuestarias menos sólidas registraron mayores incrementos de los diferenciales. Además, los Gobiernos de la zona del euro asumieron pasivos contingentes como consecuencia de las medidas de apoyo a los sectores bancarios nacionales, lo que también afectó a los diferenciales⁴.

3 Para análisis recientes de la evolución de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro, véanse los recuadros titulados, «Nueva evidencia sobre las primas de crédito y de liquidez de algunos rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro» (septiembre de 2009), «Comparación entre la evolución de los diferenciales de deuda soberana de países de la zona del euro y la de los diferenciales de bonos estatales de Estados Unidos durante las turbulencias financieras» (julio de 2009), «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?» (marzo de 2009) y «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro» (noviembre de 2008), así como el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», (julio de 2009), publicados en el Boletín Mensual del BCE.

4 Para un análisis de las perturbaciones comunes y del impacto de las medidas de apoyo al sector bancario sobre la exposición al riesgo soberano, véase J. Ejsing y W. Lemke, «The Janus-Headed Salvation: Sovereign and Bank Credit Risk Premia during 2008-09», Working Paper del BCE n.º 1127, diciembre de 2009. Para un estudio reciente de los factores determinantes del aumento general de los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro, véase M.G. Attinasi, C. Checherita y C. Nickel, «What explains the surge in the euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», Working Paper del BCE n.º 1131, diciembre de 2009.

SOSTENIBILIDAD A LARGO PLAZO Y ACUERDOS EUROPEOS

Los riesgos presupuestarios relacionados con los costes futuros previstos asociados al envejecimiento de la población, derivados de los sistemas de pensiones de reparto y de los costes de la atención sanitaria, se están acentuando como consecuencia de la actual situación de graves desequilibrios fiscales y de las perspectivas de disminución de la tasa de crecimiento tendencial. Por consiguiente, la sostenibilidad presupuestaria ha pasado a ocupar un primer plano en los debates mantenidos en los foros europeos.

En junio de 2009, los ministros de Economía y Finanzas del Eurogrupo se comprometieron

a aplicar estrategias fiscales enérgicas medio plazo que llevaran a una corrección rápida de los déficits excesivos. En octubre, con el fin de lograr un equilibrio entre los aspectos relacionados con la estabilidad y los asociados a la sostenibilidad, el Consejo ECOFIN subrayó la necesidad de que la estrategia de retirada de las medidas de estímulo fiscal se coordinara entre los distintos países en el marco de una aplicación coherente del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Más allá de la retirada a tiempo de las medidas de estímulo fiscal, el Consejo subrayó que eran necesarias medidas ambiciosas orientadas a lograr un saneamiento presupuestario bastante superior al valor de referencia del 0,5% del PIB por año en términos estructurales.

En noviembre de 2009, el Consejo ECOFIN reconoció que el deterioro de las finanzas públicas provocado por la actual crisis había contribuido a un aumento notable de los retos para la sostenibilidad relacionados con el envejecimiento de la población, la elevada deuda pública y el menor crecimiento potencial a largo plazo. Asimismo, la incertidumbre existente en relación con la valoración de las situaciones presupuestarias estructurales y con las previsiones a largo plazo derivadas de la crisis actual se consideró mayor de lo habitual. El Consejo acordó que había que tomar urgentemente medidas políticas, con el fin de mejorar la sostenibilidad fiscal a largo plazo. A tal fin, el Consejo subrayó la importancia crucial de aplicar con determinación la estrategia en tres frentes acordada en el Consejo Europeo de Estocolmo de 2001. Esta estrategia consiste en medidas orientadas hacia la reducción del déficit y la deuda, el aumento de las tasas de empleo y la reforma de los sistemas de protección social. La reducción de los ratios de deuda deberá efectuarse mediante una combinación de saneamiento de las finanzas públicas y reformas estructurales que respalden el crecimiento potencial.

En mayo de 2009, el Consejo ECOFIN aprobó también las proyecciones actualizadas a largo plazo sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población. Se presentó un nuevo acuerdo para evaluar la idoneidad de los objetivos presupuestarios a medio plazo de cada país. Como se indicaba en el Código de Conducta reformado sobre la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 2005, la nueva metodología tendrá en cuenta no sólo los niveles de deuda, sino también los pasivos públicos implícitos derivados del envejecimiento de la población. De conformidad con este acuerdo, los objetivos presupuestarios a medio plazo deben asegurar que la ratio de deuda pública se estabilice, en el largo plazo, en el valor de referencia del 60% del PIB, como objetivo mínimo, con un esfuerzo complementario de reducción de la deuda para los países con una ratio de deuda superior al 60% del PIB y una asignación anticipada de

parte de los costes presupuestarios asociados al envejecimiento de la población. El código de conducta actualizado comenzó a aplicarse a partir de las actualizaciones de los programas de estabilidad de 2009-2010.

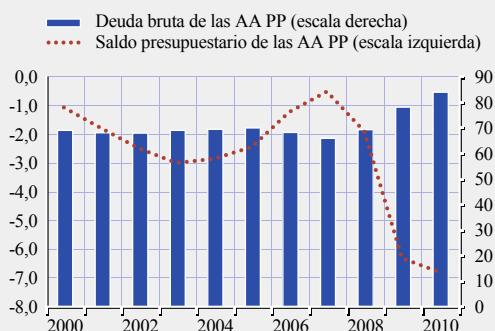
En su declaración sobre Grecia de febrero de 2010, el Consejo Europeo recordó que todos los países miembros de la zona del euro deben aplicar políticas nacionales firmes que sean afines a las normas acordadas y que todos ellos tienen una responsabilidad compartida en lo que respecta a la estabilidad financiera y económica en la zona. En la declaración también se mencionaba que los Estados miembros de la zona del euro actuarán con determinación y de forma coordinada, de ser necesario, para salvaguardar la estabilidad financiera en la zona euro en su conjunto.

EXPECTATIVAS DE NUEVO DETERIORO DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2010

En 2010 se prevé que la situación de las finanzas públicas de la zona del euro continúe deteriorándose. Según las previsiones de otoño de 2009 de la Comisión Europea, la ratio media de déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro experimentará un aumento adicional de 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 6,9% del PIB (véase gráfico 36).

Gráfico 36 Evolución de las finanzas públicas en la zona del euro

(2000-2010; en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones económicas de otoño de 2009 de la Comisión Europea.

Notas: La media de la zona del euro incluye los 16 países que pertenecían a la zona del euro el 1 de enero de 2009. Las cifras sobre los saldos presupuestarios excluyen los ingresos procedentes de la venta de licencias UMTS.

Se prevé que la ratio media de ingresos públicos de la zona del euro se reduzca en 0,3 puntos porcentuales del PIB, así como que la ratio de gasto primario permanezca prácticamente estable y que la ratio media de gastos por intereses de la zona aumente 0,2 puntos porcentuales del PIB. Se espera que todos los países de la zona del euro incumplan el valor de referencia del 3% del PIB en 2010. Se prevé que la ratio media de deuda pública de la zona continúe incrementándose en 2010, en 5,8 puntos porcentuales, hasta el 84% del PIB. El empeoramiento de la situación presupuestaria será consecuencia de una orientación moderadamente expansiva de las políticas fiscales, mientras que los efectos adicionales causados por la acción de los estabilizadores automáticos serán insignificantes.

MÁXIMA ATENCIÓN A LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

Muchos Gobiernos de la zona del euro afrontan desequilibrios fiscales importantes y en rápido aumento, que pueden imponer una carga adicional para el cumplimiento del objetivo de la política monetaria única de mantener la estabilidad de precios. Las presiones sobre la sostenibilidad fiscal causadas por el entorno económico y financiero actual se ven exacerbadas por la carga fiscal prevista asociada al envejecimiento de la población, derivada de los sistemas de pensiones de jubilación de reparto y de los costes de la atención sanitaria. Por otra parte, el hecho de que las necesidades de financiación del sector público sean muy elevadas conlleva el riesgo de hacer que el clima de los mercados cambie con rapidez, lo que conduciría a unos tipos de interés a medio y a largo plazo menos favorables. Esto, a su vez, reduciría la inversión privada y, con ello, debilitaría las bases para lograr un crecimiento sostenido.

En 2009, el Consejo de Gobierno del BCE puso de relieve en varias ocasiones que el principal reto para los responsables políticos era

mantener la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en el marco presupuestario de la UE. El anuncio y la aplicación firme de estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y en el momento adecuado, basadas en supuestos de crecimiento realistas, contribuirán a respaldar la confianza de la opinión pública en la sostenibilidad presupuestaria y la recuperación económica.

Las medidas de saneamiento tendrán que centrarse necesariamente en el gasto. La reacción inelástica de los planes de gasto en un entorno con un nivel y una tasa de crecimiento del producto potencial mucho más reducidos de lo esperado, ha provocado un incremento de la ratio de gasto público en relación con el PIB. Es probable que el aumento de los gastos por intereses resultante de los mayores niveles de deuda y de unos tipos de interés efectivos más elevados ejerza presiones adicionales por la parte del gasto público de muchos países. En cambio, dada la considerable presión fiscal existente en la mayor parte de los países de la zona del euro, una subida de los tipos impositivos conllevaría el riesgo de provocar distorsiones e impedir la recuperación del potencial de crecimiento económico, muy necesaria. En este contexto, un objetivo altamente deseable es aumentar la eficiencia y la eficacia de las finanzas públicas, y debería contribuir a promover el crecimiento del producto potencial y a reducir la deuda.

El éxito de las estrategias de ajuste fiscal también dependerá, fundamentalmente, de la existencia de normas e instituciones presupuestarias nacionales adecuadas, y exige que se apliquen procedimientos presupuestarios transparentes. Un aspecto importante de la confianza en la solidez de las instituciones públicas es asimismo la fiabilidad y el carácter exhaustivo de las estadísticas de finanzas públicas. La presentación puntual de información estadística fiable es esencial para la correcta aplicación del marco de supervisión presupuestaria de la UE.

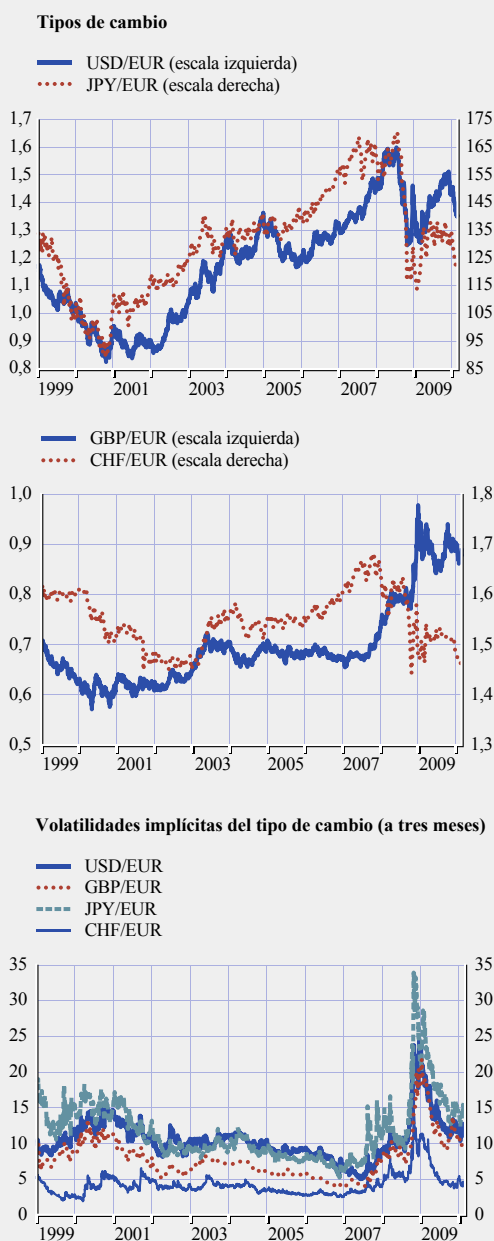
2.6 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO EXPERIMENTÓ CIERTA FLUCTUACIÓN DURANTE EL AÑO

El comportamiento de los tipos de cambio en 2009 estuvo determinada, en gran medida, por la evolución de la situación financiera mundial y las perspectivas de recuperación económica en todo el mundo. Las tensiones en los mercados financieros mundiales y el altísimo grado de incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas observados a principios de 2009 se tradujeron en una corrección de las posiciones de *carry trade* (operaciones consistentes en la obtención de préstamos en una moneda con tipos de interés bajos para invertir esos recursos en una moneda con tipos de interés altos) y en reestructuraciones de cartera a escala mundial, que contribuyeron a ciertas intensas oscilaciones en los principales tipos de cambio bilaterales (véase gráfico 37). Estos factores, sumados al descenso de los tipos de interés oficiales y a un deterioro de las perspectivas de crecimiento en la zona del euro y en el conjunto de la UE, coadyuvaron en un debilitamiento del euro, que –medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro– se depreció más de un 3%, en términos efectivos nominales, en los dos primeros meses de 2009. Tras registrar cierta volatilidad en marzo y abril, el euro comenzó a apreciarse en mayo de 2009 en un clima de mejora de la situación de los mercados financieros, que se reflejó en una gradual reducción de los diferenciales y en un descenso de las volatilidades implícitas (véase gráfico 37). Tras apreciarse casi un 5%, en términos efectivos nominales, hacia finales de octubre de 2009, el euro se situó en niveles cercanos a los máximos históricos registrados a finales de 2008. Esta apreciación tuvo su origen, fundamentalmente, en el fortalecimiento de la moneda única frente al dólar estadounidense y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar. Posteriormente, el euro se estabilizó antes de depreciarse ligeramente, en términos efectivos nominales, en diciembre.

Gráfico 37 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)



Fuente: Bloomberg y BCE.

Nota: La última observación corresponde al 26 de febrero de 2010.

En general, el euro se debilitó en 2009. Este debilitamiento fue consecuencia de una depreciación frente a la libra esterlina, que se

compensó, en parte, con un fortalecimiento frente al dólar estadounidense, las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar y el yen japonés. El 31 de diciembre de 2009, el euro cotizaba en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, un 1% por debajo del nivel observado a principios del año y aproximadamente un 1,2% por encima de la media de 2008 (véase gráfico 38).

Frente al dólar estadounidense, el euro se depreció inicialmente alrededor de un 9% en los dos primeros meses de 2009, en un clima de reestructuración de las carteras en algunos segmentos del mercado estadounidense en el contexto de la caída del diferencial de tipos de interés trasatlántico. A partir de marzo de 2009, a medida que las tensiones en los mercados financieros comenzaron a remitir gradualmente, el euro se apreció frente al dólar. Al mismo tiempo, la reaparición de las actividades de *carry trade*, que podrían haberse visto favorecidas por la moderación de las volatilidades implícitas (véase gráfico 37), también parece haber contribuido al debilitamiento del dólar. Entre

principios de marzo y finales de octubre, el euro se apreció casi un 19%. En diciembre, el dólar se apreció frente a las principales monedas, recuperándose frente al euro en torno a un 4%. El 31 de diciembre de 2009, el euro cotizaba a 1,44 dólares, aproximadamente un 3,5% por encima del nivel observado a principios de 2009 y alrededor de un 2% por debajo de la media de 2008.

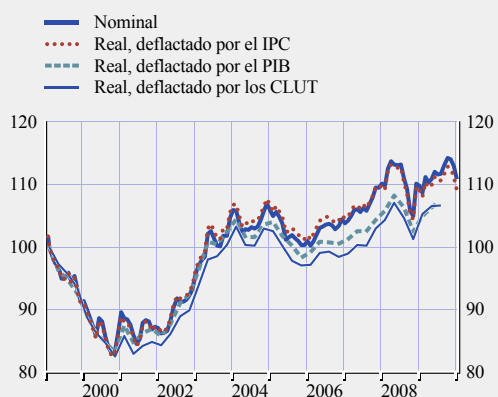
Siguiendo una evolución similar a la observada frente al dólar estadounidense, en los dos primeros meses de 2009, el euro se depreció frente al yen japonés (véase gráfico 37). En marzo y abril, cuando se conoció que la actividad económica en Japón había experimentado un deterioro mayor de lo previsto inicialmente y las tensiones en los mercados financieros comenzaron a moderarse, el euro registró una apreciación. Durante el resto de 2009, el euro fluctuó dentro de un intervalo de 128 a 138 yenes. El 31 de diciembre de 2009, el euro cotizaba a 133,16 yenes, alrededor de un 5,6% por encima del nivel de comienzos del año, pero en torno a un 12,5% por debajo de la media de 2008.

Tras alcanzar un máximo histórico frente a la libra esterlina en diciembre de 2008, el euro se depreció en 2009 alrededor de un 7%, en un clima de considerable volatilidad. El euro también experimentó notables fluctuaciones frente a las monedas de otros socios comerciales de la UE con las que comercia la zona del euro, y se mantuvo prácticamente estable frente a las monedas que participan en el MTC II (véanse más detalles sobre las monedas mencionadas en este párrafo en la sección 3 del capítulo 1).

El euro se mantuvo prácticamente estable frente al franco suizo en 2009, registrando mayor volatilidad en los tres primeros meses de 2009, para estabilizarse después en el contexto de las intervenciones anunciadas por el Banco Nacional de Suiza en el mercado de divisas. En 2009, el euro se depreció notablemente frente a las monedas de muchas economías industrializadas con diferenciales de tipo de interés positivos frente a la zona del euro. Así, entre principios de enero y el 31 de diciembre de 2009, el euro se

Gráfico 38 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro (TCE-21)¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. las observaciones mensuales más recientes corresponden a enero de 2010. Las siglas CLUT representan los costes laborales unitarios del total de la economía. En el caso de los TCE-21 reales basados en el PIB y en los CLUT, la observación más reciente, basada en parte en estimaciones, corresponde al tercer trimestre de 2009.

depreció frente al dólar canadiense (un -11%), el dólar australiano (-21%) y la corona noruega (-14,9%). La apreciación del euro frente a las monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense, a saber, el renminbi chino y el dólar de Hong Kong (un 3,6% en ambos casos) se contrarrestó en gran medida, en términos efectivos, con su depreciación frente al won coreano (-9,4%).

El tipo de cambio efectivo real del euro, basado en diferentes indicadores de costes y precios, descendió a principios de 2009 y comenzó a aumentar después. Hacia finales de 2009 alcanzó niveles próximos o superiores a los máximos históricos registrados en el año anterior, experimentando una ligera caída en diciembre. En 2009, el tipo de cambio efectivo real deflactado por el IPC se mantuvo, en promedio, en niveles ligeramente más altos que en 2008 (véase gráfico 38).

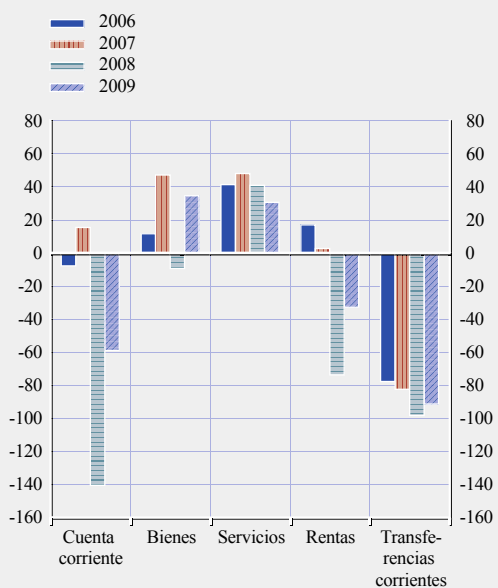
EL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE SE REDUJO SIGNIFICATIVAMENTE EN 2009

En 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 59 mm de euros (un 0,7% del PIB de la zona), frente al déficit de 140,6 mm de euros contabilizado en 2008. Esta reducción tuvo su origen, en gran medida, en un descenso del déficit de la balanza de rentas (de 40,9 mm de euros) y en las mejoras de la balanza de bienes (véase gráfico 39). Tras la fuerte contracción del comercio de bienes de la zona del euro hacia finales de 2008 y a comienzos de 2009, las exportaciones de bienes se estabilizaron y repuntaron con más fuerza que las importaciones, con lo que la balanza de bienes volvió a registrar superávit (34,7 mm de euros en 2009) frente al déficit de 9,5 mm de euros contabilizado en 2008. El menor déficit registrado en la balanza de transferencias corrientes también contribuyó a la reducción general del déficit por cuenta corriente en 2009. Estos cambios se compensaron, solo en parte, con una caída (de 10,4 mm de euros) del superávit de la balanza de servicios.

La estabilización y la gradual recuperación de las exportaciones de bienes a lo largo de

Gráfico 39 Balanza por cuenta corriente y sus componentes

(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

2009 se vio favorecida por el repunte de la demanda exterior y la paulatina reactivación de las cadenas de producción internacionales, cuando la actividad económica tocó fondo en los principales mercados de exportación y las empresas empezaron a reponer existencias en vista de la mejora de las perspectivas económicas. A diferencia de la desaceleración sincronizada del comercio exterior que se produjo en torno al comienzo del año, la evolución de las exportaciones en 2009 fue mucho menos uniforme en lo que a su distribución geográfica se refiere. Mientras que las exportaciones a Asia y Reino Unido experimentaron una recuperación, las exportaciones a los países de la OPEP y a Estados Unidos continuaron descendiendo hasta octubre de 2009 (véase gráfico 40). Al mismo tiempo, la apreciación generalizada del euro y el consiguiente impacto negativo sobre la competitividad en términos de precios de las exportaciones de la zona del euro entre marzo y octubre de 2009 atenuaron, en cierta medida, la reacción de las exportaciones frente a la recuperación de la demanda exterior.

La evolución de las importaciones de bienes de la zona del euro en 2009 fue a la zaga de la observada en el caso de las exportaciones. En términos reales, las importaciones siguieron reduciéndose, aunque a un ritmo más moderado, en el primer semestre del año y se estabilizaron en el tercer trimestre de 2009, como consecuencia de la debilidad de la demanda interna de la zona del euro y de la desacumulación de existencias por parte de las empresas de la zona durante ese período. El descenso de los precios de importación también contribuyó a la reducción de las importaciones en términos nominales en el primer semestre del año. Dicho descenso se debió, en parte, a la caída de los precios del petróleo que se inició en el verano de 2008, que propició una disminución, hasta 126,6 mm de euros, del déficit del comercio de petróleo en los doce meses anteriores a noviembre de 2009, cifra muy inferior al altísimo nivel de más de 220 mm de euros registrado a finales de 2008. En un clima de repunte de los precios

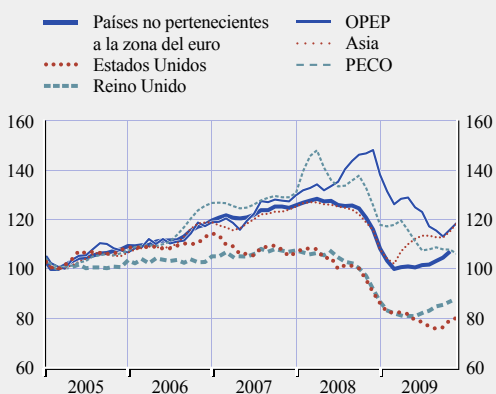
del petróleo, los precios de las importaciones energéticas contribuyeron a la estabilización de las importaciones en términos nominales en el segundo semestre del año.

LAS ENTRADAS NETAS DEL AGREGADO DE INVERSIONES DIRECTAS Y DE CARTERA AUMENTARON EN 2009

En la cuenta financiera, la zona del euro registró entradas netas por importe de 251,2 mm de euros en el agregado de inversiones directas y de cartera en 2009, frente a las entradas netas de 161,5 mm de euros contabilizadas un año antes. Este aumento refleja un cambio de signo, de salidas netas a entradas netas en las inversiones de cartera en forma de acciones y participaciones (de 80,5 mm de euros) y un descenso de las salidas netas de inversión directa extranjera (una variación de 98,1 mm de euros). Esta evolución se contrarrestó, en parte, con una caída de las entradas netas de valores distintos de acciones (una variación de 88,8 mm de euros; véase gráfico 41).

Gráfico 40 Exportaciones reales de la zona del euro a algunos socios comerciales

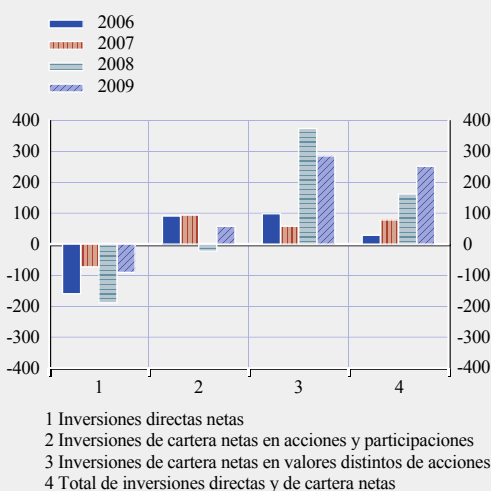
(índices: I 2005 = 100; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.
Nota: La última observación corresponde a diciembre de 2009, salvo en el caso de los países no pertenecientes a la zona del euro y del Reino Unido (noviembre de 2009). PECO: Países de Europa Central y Oriental.

Gráfico 41 Inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(datos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE.

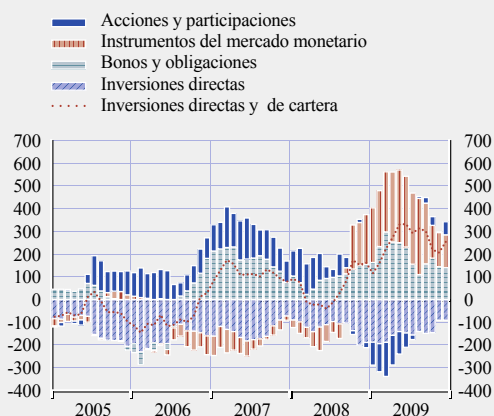
Tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008, la zona del euro registró cambios significativos en la cuenta financiera, que no empezaron a remitir hasta el segundo semestre de 2009. En el primer semestre del año, la preferencia de los inversores por los activos líquidos y seguros fue muy clara, como se reflejó en las cuantiosas entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro, que ascendieron a 311,6 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio de 2009, frente a las salidas netas de 74 mm de euros contabilizadas un año antes (véase gráfico 42). Al mismo tiempo, tanto los residentes como los no residentes repatriaron fondos invertidos en acciones y participaciones y en bonos y obligaciones extranjeros. Sin embargo, a partir de mediados de 2009, mejoró la situación de los mercados financieros, con lo que remitió la aversión al riesgo, y las perspectivas económicas más favorables parecen haber animado a los inversores a reconsiderar la asignación de sus activos, lo que se tradujo en un renovado interés tanto por las acciones y participaciones como por los valores distintos de acciones a largo plazo extranjeros. Asimismo, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario, pese al descenso observado en el segundo semestre de 2009.

La inversión directa extranjera, que también se había reducido notablemente a raíz de la crisis financiera, siguió siendo relativamente moderada en 2009. Mientras que las inversiones directas de la zona del euro en el exterior se mantuvieron en torno a los mínimos registrados a finales de 2008, las inversiones directas en la zona del euro aumentaron ligeramente en 2009, produciéndose, como resultado, un descenso de las salidas netas por este concepto.

Los datos sobre la posición de inversión internacional de la zona del euro frente al resto del mundo, disponibles hasta el tercer trimestre de 2009, indican que la zona del euro registró pasivos netos por importe de 1.558 mm de euros frente al resto del mundo (que representan el 17,3% del PIB de la zona), frente a los pasivos netos de 1.637 mm de euros (equivalentes al 17,7% del PIB) contabilizados a finales de 2008.

Gráfico 42 Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos acumulados de doce meses; datos mensuales)



Fuente: BCE.

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, tuvo lugar una caída de la producción en el año 2009. Sin embargo, este descenso de la actividad moderó su ritmo en el segundo semestre de 2009, tras una abrupta caída a finales de 2008 y un nuevo empeoramiento de los resultados económicos en el primer semestre de 2009 (véase cuadro 7)⁵. Si bien el patrón general de crecimiento interanual del PIB fue similar en casi todos los países, la severidad del desplome económico y la intensidad de la recuperación gradual observada posteriormente variaron considerablemente de un país a otro, debido, en cierta medida, a diferencias en las posiciones iniciales dentro del ciclo, al grado de apertura de la economía, a la estructura del comercio y a las necesidades de financiación externa.

La caída más acusada de la actividad económica se registró en los Estados bálticos, cuyas economías sufrieron una contracción media anual de dos dígitos, tras haber arrojado cifras negativas en 2008, en el caso de Estonia y Letonia. La brusca desaceleración refleja, en gran medida, la corrección de los abultados desequilibrios macroeconómicos acumulados antes de la crisis financiera mundial, que

incrementaron la vulnerabilidad de estos países a los efectos de la recesión mundial.

En todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo en los países bálticos, la caída de la actividad económica estuvo impulsada, en gran medida, por el colapso de la demanda exterior y por el endurecimiento de las condiciones de financiación externa. Además, la menor confianza de los consumidores y, en algunos casos, los efectos riqueza negativos derivados del desplome de los precios de los activos, se tradujeron en un deterioro evidente de la demanda interna en la mayoría de los países. El efecto de estos factores se atenuó ligeramente en el transcurso del año como consecuencia de la recuperación gradual de la demanda exterior y de los mercados financieros mundiales y, en algunos países con tipos de cambio flexibles, por la posibilidad de beneficiarse de la debilidad relativa de sus monedas.

5 Los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a los que se hace referencia en esta sección son los once países de la UE que no formaban parte de la zona a finales de diciembre de 2009 (es decir, Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido).

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)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Bulgaria	6,2	6,3	6,2	6,0	-5,1	-3,5	-4,9	-5,4	-6,2
República Checa	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,2	-3,9	-5,2	-5,0	-2,8
Dinamarca	2,4	3,4	1,7	-0,9	-5,1	-4,0	-7,3	-5,5	-3,4
Estonia	9,4	10,0	7,2	-3,6	-14,1	-15,0	-16,1	-15,6	-9,5
Letonia	10,6	12,2	10,0	-4,6	-18,0	-17,8	-18,4	-19,0	-16,9
Lituania	7,8	7,8	9,8	2,8	-15,0	-13,3	-19,5	-14,2	-12,8
Hungría	3,5	4,0	1,0	0,6	-6,3	-6,7	-7,5	-7,1	-4,0
Polonia	3,6	6,2	6,8	5,0	1,7	0,9	1,2	1,2	3,3
Rumanía	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-6,2	-8,7	-7,1	-6,5
Suecia	3,3	4,2	2,5	-0,2	-4,9	6,5	-6,8	-5,2	-0,9
Reino Unido	2,2	2,9	2,6	0,5	-5,0	-5,5	-6,5	-4,5	.
UE-8 ¹⁾	4,7	6,6	6,1	3,9	-3,5	-3,6	-4,4	-3,9	-2,0
UE-11 ²⁾	3,0	4,0	3,4	1,3	-4,6	-5,0	-6,1	-4,5	.
Zona del euro	1,7	3,0	2,7	0,5	-4,0	-5,0	-4,8	-4,0	-2,1

Fuente: Eurostat.

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

1) El agregado UE-8 incluye los ocho nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE 1 el de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2009.

Polonia fue el único país en el que se registró una tasa de crecimiento económico positiva (1,7%) en 2009, lo que puede deberse, en parte, al menor grado de apertura de esta economía, a la solidez del sector financiero, a la pronta depreciación de la moneda y a la ausencia de desequilibrios macroeconómicos importantes. En los tres Estados miembros del UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE antes de 2004 (Dinamarca, Suecia y Reino Unido), la caída de la actividad económica alcanzó en torno al 5%. En 2008, la producción ya se había contraído en Dinamarca y Suecia, mientras que el Reino Unido todavía registraba un débil crecimiento. En 2009, la actividad económica en la República Checa descendió de forma considerable, en torno al 4,2%, mientras que la desaceleración más pronunciada, del -6,3%, observada en Hungría fue reflejo, en parte, de las políticas orientadas a lograr la consolidación macroeconómica. En Bulgaria y Rumanía, la actividad disminuyó un 5,1% y un 7,1%, respectivamente, aún cuando fueron en 2008 los países que registraron un mayor crecimiento entre los Estados de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Como consecuencia del deterioro de la actividad económica en general, las condiciones del mercado de trabajo empeoraron notablemente en

la mayoría de los países en 2009, lo que se reflejó en la evolución de las tasas de paro y en los salarios. Las tasas de desempleo aumentaron en todos los países, pero de manera particularmente acusada en los Estados bálticos, donde los salarios disminuyeron, debido a la notable contracción de la demanda y a la necesidad de saneamiento de las finanzas públicas.

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En 2009, la tasa media de inflación interanual se redujo en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Sin embargo, las variaciones de las tasas de inflación interanual observadas entre los distintos países siguen siendo significativas (véase cuadro 8). Las tasas medias de inflación más altas de 2009, medidas por el IAPC, se registraron en Rumanía y Lituania, situándose en el 5,6% y el 4,2%, respectivamente, seguidas de las de Hungría, Polonia y Letonia, en un rango entre el 3,3% y el 4,0%. En Bulgaria, Reino Unido, Suecia, Dinamarca y la República Checa, la inflación se situó entre el 0,6% y el 2,5%. Por último, Estonia registró una tasa de inflación interanual medida por el IAPC del 10,2%.

La mayoría de los factores que explican el descenso de la inflación fueron comunes a todos

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)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Bulgaria	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	5,1	3,1	0,8	0,9
República Checa	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,5	1,0	-0,1	0,0
Dinamarca	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	1,7	1,1	0,6	0,9
Estonia	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	3,7	0,2	-0,9	-2,0
Letonia	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	9,0	4,4	1,2	-1,3
Lituania	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	8,4	4,9	2,4	1,2
Hungría	3,5	4,0	7,9	6,0	4,0	2,7	3,6	4,9	4,9
Polonia	2,2	1,3	2,6	4,2	4,0	3,6	4,3	4,3	3,8
Rumanía	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6	6,8	6,1	5,0	4,5
Suecia	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	2,1	1,7	1,7	2,3
Reino Unido	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1
UE-8 ¹⁾	3,8	3,3	4,4	6,6	3,7	5,8	4,7	3,7	3,1
UE-11 ²⁾	2,6	2,6	2,9	4,7	2,7	3,4	2,7	2,1	2,4
Zona del euro	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4

Fuente: Eurostat.

Notas:

1) El agregado UE-8 incluye los ocho Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2009.

los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, y estuvieron relacionados con efectos de base asociados a la caída de los precios de las materias primas y con la moderación de la demanda interna. En muchos países, ante el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo, el menor crecimiento o incluso la contracción de los salarios nominales contribuyeron a la acusada caída de las tasas de inflación. El aumento de las tasas de inflación interanuales en Hungría y Polonia en los tres primeros trimestres de 2009 tuvo su origen en las subidas entonces recientes del IVA y en aumentos de los precios administrados, respectivamente, así como en las depreciaciones de sus monedas a finales de 2008 y comienzos de 2009.

POLÍTICAS FISCALES

Según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2009, todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo Bulgaria, Dinamarca, Estonia y Suecia, registraron déficits superiores al valor de referencia del 3% del PIB en 2009. En el Reino Unido se prevé un déficit muy elevado, del 12,1% del PIB, seguido de Lituania (9,8% del PIB) y Letonia (9% del PIB). En general, en la mayoría de los países, la situación de las finanzas públicas experimentó un acusado deterioro como resultado del sustancial empeoramiento de las condiciones macroeconómicas. En consecuencia, los resultados presupuestarios previstos para 2009 no cumplirán los objetivos contemplados en las actualizaciones de los programas de convergencia presentadas a finales de 2008.

La evolución presupuestaria de 2009 también reflejó las diferentes estrategias fiscales adoptadas por los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro en respuesta a la crisis. En Letonia, Hungría y Rumanía, que reciben ayuda financiera de la UE y el FMI, entre otras instituciones, los programas de ajuste asociados exigían una estricta consolidación fiscal. Bulgaria, Estonia y Lituania adoptaron medidas de consolidación de amplio alcance, con el fin de contener el rápido deterioro

presupuestario. En cambio, la República Checa y Polonia no aplicaron una política fiscal más restrictiva y se permitió que actuaran los estabilizadores automáticos, aunque, en Polonia, el impacto fiscal de los estabilizadores automáticos fue parcialmente compensado por recortes del gasto, mientras que, en la República Checa, la política fiscal expansiva fue también una consecuencia de las medidas de estímulo aplicadas por el Gobierno. Por último, en Dinamarca, Suecia y el Reino Unido se pusieron en marcha importantes planes de estímulo fiscal en 2009.

A finales de 2009, todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, salvo Bulgaria, Dinamarca, Estonia y Suecia, fueron objeto de una decisión del Consejo de la UE sobre la existencia de un déficit excesivo. El plazo límite para corregir estos déficits se fijó en 2011 para Hungría, 2012 para Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía, 2013 para la República Checa y 2014-2015 para el Reino Unido.

Se estima que la deuda pública en relación con el PIB se incrementó en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Según las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2009, los mayores aumentos se observaron en el Reino Unido (+16,6 puntos porcentuales), Lituania (+14,3 puntos porcentuales) y Letonia (+13,7 puntos porcentuales), reflejo de los elevados déficits presupuestarios, así como, en el caso del Reino Unido y Letonia, de las operaciones financieras en apoyo del sector bancario interno. Aunque la ratio de deuda se mantuvo por encima del valor de referencia del 60% del PIB en Hungría y rebasó ese nivel en el Reino Unido, permaneció por debajo del 60% del PIB en los otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

En conjunto, el panorama general en lo que respecta a la evolución de los saldos presupuestarios y de la deuda pública bruta en 2009 queda confirmado, en términos generales, en las recientes actualizaciones de los programas de convergencia presentadas por los Estados

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

(en porcentaje del PIB)

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

% del PIB	2006	2007	2008	Programas de convergencia actualizados de 2009	Previsiones de la Comisión Europea de 2009	Programas de convergencia actualizados de 2009
				2009	2009	2009
Bulgaria	3,0	0,1	1,8	3,0	-0,8	-1,9
República Checa	-2,6	-0,7	-2,1	-1,6	-6,6	-6,6
Dinamarca	5,2	4,5	3,4	0,0	-2,0	-3,0
Estonia	2,3	2,6	-2,7	-1,7	-3,0	-2,6
Letonia	-0,5	-0,3	-4,1	-5,3	-9,0	-10,0
Lituania	-0,4	-1,0	-3,2	-2,1	-9,8	-9,1
Hungría	-9,3	-5,0	-3,8	-2,6	-4,1	-3,9
Polonia	-3,6	-1,9	-3,6	-2,5	-6,4	-7,2
Rumanía	-2,2	-2,5	-5,5	-5,1	-7,8	-
Suecia	2,5	3,8	2,5	1,1	-2,1	-2,2
Reino Unido	-2,7	-2,7	-5,0	-8,1	-12,1	-12,6
UE-8 ¹⁾	-3,4	-2,0	-3,5	-2,6	-6,2	-6,4
UE-11 ²⁾	-1,8	-1,4	-3,2	-5,0	-8,7	-9,2
Zona del euro	-1,3	-0,6	-2,0	-3,4	-6,4	-6,2

Deuda bruta de las Administraciones Públicas

% del PIB	2006	2007	2008	Programas de convergencia actualizados de 2009	Previsiones de la Comisión Europea de 2009	Programas de convergencia actualizados de 2009
				2009	2009	2009
Bulgaria	22,7	18,2	14,1	15,4	15,1	14,7
República Checa	29,4	29,0	30,0	27,9	36,5	35,2
Dinamarca	31,3	26,8	33,5	27,9	33,7	38,5
Estonia	4,5	3,8	4,6	3,7	7,4	7,8
Letonia	10,7	9,0	19,5	32,4	33,2	34,8
Lituania	18,0	16,9	15,6	16,9	29,9	29,5
Hungría	65,6	65,9	72,9	72,5	79,1	78,0
Polonia	47,7	45,0	47,2	45,8	51,7	50,7
Rumanía	12,4	12,6	13,6	18,0	21,8	-
Suecia	45,9	40,5	38,0	32,2	42,1	42,8
Reino Unido	43,2	44,2	52,0	60,5	68,6	72,9
UE-8 ¹⁾	37,9	35,8	38,0	38,0	43,9	47,2
UE-11 ²⁾	41,6	40,8	45,5	49,0	56,5	60,8
Zona del euro	68,3	66,0	69,3	71,5	78,2	78,7

Fuentes: Previsión de otoño de 2009 de la Comisión Europea, programas de convergencia actualizados de 2008 y 2009/2010 y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en las definiciones del SEC 95. Las cifras correspondientes a 2009 de los programas de convergencia actualizados en 2008 fueron fijadas por los Gobiernos nacionales y, por lo tanto, podrían diferir de los datos definitivos.

1) El agregado UE-8 incluye los ocho Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o el 1 de enero de 2007.

2) El agregado UE-11 incluye los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a 31 de diciembre de 2009.

miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro en enero y febrero de 2010.

EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS

En 2009, los déficits agregados por cuenta corriente y de capital de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se redujeron. Concretamente, en todos los países que se incorporaron a la UE en 2004 o en años

posteriores, los déficits por cuenta corriente disminuyeron (tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB). En varios países, la contracción fue muy pronunciada y la balanza por cuenta corriente pasó de una situación de déficit a una de superávit (véase cuadro 10). Las causas fueron la notable caída de la demanda interna y las menores entradas de capital en la región resultantes de la agudización

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			Inversiones de cartera netas		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bulgaria ¹⁾	-27,2	-24,6	-14,0	29,0	17,8	10,7	17,8	17,5	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9
República Checa	-2,6	-2,2	0,2	5,1	4,1	0,9	0,1	0,6	-1,0	-1,6	-0,2	3,1
Dinamarca	1,5	2,2	4,0	-2,8	-3,3	-2,6	3,4	2,1	3,6	-1,9	3,5	6,3
Estonia	-16,8	-8,4	7,6	4,6	3,7	-0,7	14,2	4,9	3,7	-2,3	3,1	-10,5
Letonia	-20,4	-11,5	11,1	6,8	3,0	1,5	19,3	7,5	-10,8	-2,3	1,1	1,5
Lituania	-12,8	-10,1	6,5	3,6	3,2	0,3	13,0	5,0	-10,7	-0,8	-0,3	3,5
Hungría	-6,1	-6,0	2,4	3,4	1,2	0,2	5,5	17,0	7,3	-1,6	-2,6	-3,7
Polonia	-3,6	-3,9	0,1	4,3	2,2	1,9	6,5	5,9	2,4	-1,3	-0,6	3,6
Rumanía	-12,8	-11,1	-3,9	5,7	6,7	3,5	11,2	6,5	1,3	0,4	-0,4	0,4
Suecia	8,7	6,1	7,2	-2,4	2,8	-5,0	-3,1	8,8	-10,4	3,5	-6,2	9,9
Reino Unido ¹⁾	-2,5	-1,3	-0,9	-2,7	-2,6	-1,6	-1,5	-15,3	-8,0	8,0	21,4	10,7
UE-11 ²⁾	-1,4	-0,9	0,8	-0,9	-0,5	-1,4	0,3	-5,6	-5,3	4,5	11,2	8,2
UE-3 ³⁾	-0,1	0,4	1,0	-2,7	-1,7	-2,3	-1,3	-9,2	-7,3	6,2	14,6	10,1
UE-8 ⁴⁾	-6,4	-5,7	0,1	5,4	3,6	1,7	5,9	7,4	1,9	-1,3	-0,9	1,1
Zona del euro	0,2	-1,4	-0,6	-0,8	-2,0	-1,0	-0,1	0,8	-2,1	1,7	3,8	3,8

Fuente: BCE.

1) Los datos para 2009 se refieren a la media de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2009.

2) El agregado UE-11 comprende las contribuciones ponderadas de los once Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

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

4) El agregado UE-8 comprende las contribuciones ponderadas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que se incorporaron a la UE el 1 de mayo de 2004 o más tarde.

de la crisis financiera internacional. Por esta razón, el ajuste fue especialmente fuerte en los países que presentaban los mayores déficits antes de la crisis –los Estados bálticos, Bulgaria y Rumanía– e hizo que los déficits agregados por cuenta corriente y de capital de los Estados bálticos, que eran muy elevados, se tornaran en superávits. En Hungría, el déficit agregado por cuenta corriente y de capital también registró un cambio de signo notable, pasando del 6% del PIB en 2008 a un saldo de superávit en 2009. Los países que tenían menores déficits exteriores al empezar la crisis –el Reino Unido, la República Checa y Polonia– registraron una disminución de dichos déficits, que en estos dos últimos países llegó hasta la generación de un pequeño superávit. Dinamarca y Suecia contabilizaron aumentos de sus superávits.

Estos importantes ajustes de los déficits exteriores coincidieron con un endurecimiento de las condiciones de financiación y algunos cambios importantes en las tendencias de financiación. Los flujos netos de «otras inversiones» se invirtieron en la República Checa, Bulgaria,

Letonia, Lituania y Suecia y disminuyeron en Estonia, Hungría, Polonia y Rumanía. En algunos países como Hungría, Letonia y Rumanía, la disminución de los flujos de crédito privado se vio compensada, en parte, por los programas de asistencia financiera europeos e internacionales. En comparación con 2008, las entradas de inversión directa extranjera (IDE) se redujeron aún más en los países de Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en 2004 o en años posteriores, aunque Bulgaria continuó recibiendo flujos netos por una cuantía superior al 10% del PIB, mientras que Dinamarca y el Reino Unido siguieron siendo exportadores netos de IDE. La evolución de las entradas netas de inversiones de cartera fue bastante heterogénea: Dinamarca, Suecia y el Reino Unido recibieron flujos muy elevados, mientras que en Bulgaria, Estonia y Hungría se registraron salidas. Más concretamente, en el Reino Unido siguieron produciéndose algunos movimientos importantes en la cuenta financiera, fenómeno que reflejó en buena medida la reasignación mundial de las carteras de los inversores durante la crisis financiera.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En 2009, la evolución de los tipos de cambio en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se vio muy influida por el tipo de régimen cambiario de cada país.

Las monedas de Dinamarca, Estonia, Letonia y Lituania participan en el MTC II, sujetas a unas bandas de fluctuación estándar de $\pm 15\%$ en torno a sus paridades centrales frente al euro, salvo la corona danesa, con una banda de fluctuación más estrecha, de $\pm 2,25\%$ (véase gráfico 43). La participación en el MTC II va acompañada, en algunos casos, de un compromiso unilateral, por parte del país en cuestión, de mantener una banda de fluctuación más estrecha sin que ello suponga ninguna obligación adicional para el BCE. Concretamente, la corona estonia y la litas lituana se incorporaron al MTC II con los

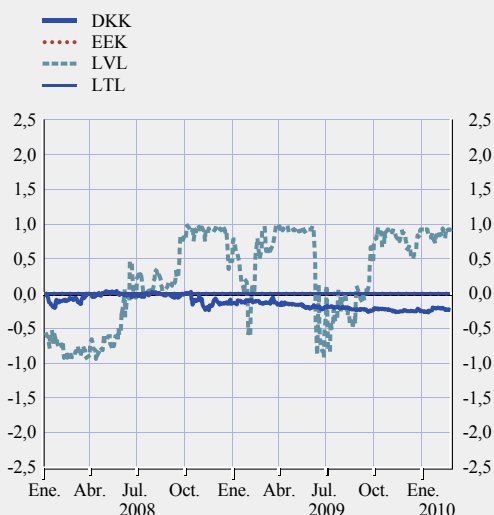
regímenes de *currency board* que tenían en vigor. Las autoridades letonas decidieron mantener el tipo de cambio del lats en su paridad central frente al euro con una banda de fluctuación de $\pm 1\%$. Todos los acuerdos sobre la participación en el MTC II de los países cuyas monedas se incorporaron al mecanismo en 2004 o en años posteriores (es decir, Estonia, Letonia y Lituania) se basaron en una serie de compromisos en materia de política, suscritos por las respectivas autoridades, que guardan relación, entre otras cosas, con la aplicación de políticas fiscales prudentes, el fomento de la moderación salarial y la evolución de los salarios en consonancia con el crecimiento de la productividad, el desarrollo de políticas crediticias prudentes y la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales.

El lats letón fluctuó dentro de la banda fijada unilateralmente de $\pm 1\%$ frente al euro. Al parecer, esta volatilidad se debió al cambio de actitud de los inversores respecto al cumplimiento de las condiciones acordadas en los programas de asistencia internacional. Las presiones sobre el lats letón cedieron temporalmente a finales de julio de 2009, tras el desembolso del segundo plazo de la ayuda que la UE ha brindado a Letonia en materia de balanza de pagos. Los problemas en torno a la adopción de medidas fiscales, aparentemente vinculadas a los programas de asistencia internacional, por parte del Parlamento de Letonia en septiembre de 2009 volvieron a generar presiones a la baja sobre el lats. Como resultado de ello, en septiembre la moneda letona se aproximó a la zona más débil de la banda de $\pm 1\%$ fijada unilateralmente.

En 2009 se produjeron algunos acontecimientos relacionados con los acuerdos de *swap* de divisas entre algunos BCN. El Eesti Pank suscribió un acuerdo con el Sveriges Riksbank, en virtud del cual puede tomar en préstamo hasta un máximo de 10 mm de coronas suecas a cambio de coronas estonias, como medida preventiva para salvaguardar la estabilidad financiera en Estonia. Asimismo, el Sveriges Riksbank prorrogó su acuerdo con el Latvijas Banka, suscrito en diciembre de 2008 conjuntamente con el Danmarks Nationalbank,

Gráfico 43 Evolución de las monedas de la UE que participan en el MTC II

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



Fuente: BCE.

Notas: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la parte débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es de $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de $\pm 15\%$. No obstante, como parte de un compromiso unilateral, la banda de fluctuación del lats letón es de $\pm 1\%$ y, tanto para la litas lituana como para la corona estonia, se mantiene un sistema de *currency board*. La última observación corresponde al 26 de febrero de 2010.

que otorga al Latvijas Banka el derecho a tomar en préstamo hasta 500 millones de euros a cambio de lats letones. Además, en junio de 2009, el Sveriges Riksbank utilizó 3 mm de euros de la línea de crédito que mantiene con el BCE para reforzar sus reservas de divisas.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que no participan en el MTC II, pueden distinguirse dos fases en la evolución de los tipos de cambio. A comienzos de 2009, la corona checa, el forint húngaro, el zloty polaco y el leu rumano continuaron depreciándose de manera acusada (véase gráfico 44), en un contexto de mayor incertidumbre en los mercados financieros mundiales tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el deterioro de las perspectivas económicas en Europa y las preocupaciones de los inversores respecto a las vulnerabilidades externas en la región, que también pueden haber dado lugar a

ciertos efectos de contagio entre las monedas. Las fuertes depreciaciones llegaron al valor más extremo a mediados de febrero de 2009 e indujeron a las autoridades de algunos países a intervenir en los mercados de divisas. Posteriormente, la normalización gradual de las condiciones en los mercados financieros mundiales contribuyó a una pronunciada recuperación de las monedas checa, húngara y polaca frente al euro y, en última instancia, a una estabilidad relativa de los tipos de cambio en el cuarto trimestre de 2009, aunque en niveles considerablemente más bajos que la media de 2008. El leu rumano prácticamente no experimentó variaciones desde marzo de 2009. El lev búlgaro, gracias al régimen cambiario de *currency board* basado en el euro, se mantuvo invariable frente a la moneda única.

La corona sueca se depreció considerablemente frente al euro a comienzos de 2009. Tras haber registrado un mínimo histórico frente al euro a comienzos de marzo de 2009, la mejora de la percepción de los inversores respecto a los Estados bálticos y la normalización gradual de las condiciones en los mercados financieros coadyuvaron a la recuperación de la corona sueca frente al euro. No obstante, la corona se mantuvo notablemente más débil a finales de 2009 en comparación con su nivel medio de 2008.

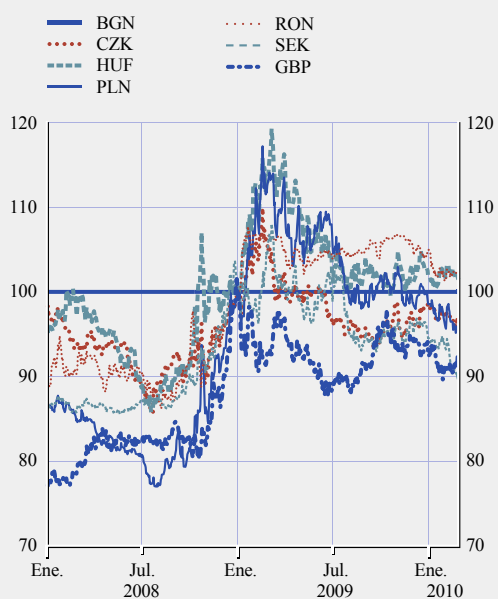
Tras los mínimos sin precedentes registrados en diciembre de 2008, la libra esterlina se apreció frente al euro en 2009 en un contexto de fuerte volatilidad. La dinámica del tipo de cambio bilateral siguió reflejando, en parte, la evolución de los diferenciales de los tipos de interés a medio plazo, con una intensa volatilidad derivada de la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas en el Reino Unido y en la zona del euro.

EVOLUCIÓN FINANCIERA

En 2009, los tipos de interés a largo plazo en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, medidos por el rendimiento de la deuda pública a diez años, siguieron viéndose afectados por las tensiones en los mercados

Gráfico 44 Evolución de las monedas de la UE que no participan en el MTC II frente al euro

(datos diarios; índice: 2 de enero de 2009 = 100)



Fuente: BCE

Nota: Un aumento (disminución) indica una depreciación (apreciación) de la moneda. La última observación corresponde al 26 de febrero de 2010.

mundiales, la rebaja de las calificaciones de la deuda soberana, los programas de rescate financiero y la aversión al riesgo entre los inversores internacionales. En comparación con los tipos de interés medios a largo plazo de la zona del euro, los tipos de interés de estos países se mantuvieron, en general, en niveles elevados.

En la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública aumentó con respecto a su nivel de finales de 2008, pese a observarse reducciones en algunos países. La subida más pronunciada del tipo de interés a largo plazo se produjo en Letonia, ya que el deterioro del crecimiento económico y la consiguiente rebaja de las calificaciones crediticias influyeron adversamente en la confianza de los inversores y debilitaron la demanda de deuda pública por parte de los inversores extranjeros. Además, los mercados de renta fija de Letonia, Lituania y Rumanía se encontraron prácticamente sin liquidez, debido, entre otros factores, a la persistente cautela de los inversores. En el otro extremo del espectro, se observó un descenso de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Bulgaria y Hungría.

El clima negativo imperante en los mercados también repercutió en otros instrumentos financieros de Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro a comienzos de 2009. En marzo de 2009, los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de deuda pública alcanzaron un máximo y los mercados de renta variable registraron mínimos. Posteriormente, las enérgicas medidas adoptadas y los síntomas de recuperación económica en los principales mercados estimularon el funcionamiento de los mercados monetarios internacionales y propiciaron una mejora del clima de los mercados. Esta evolución favorable invirtió la tendencia de los diferenciales de los CDS, de los tipos de interés del mercado monetario y de los mercados bursátiles en los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro. Los diferenciales de los CDS

disminuyeron, aunque en diciembre de 2009 todavía seguían en niveles más altos que los observados antes de la agudización de la crisis financiera en 2008. Los tipos del mercado monetario descendieron en todos los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro, aunque los diferenciales entre los tipos del mercado monetario y el EURIBOR a tres meses permanecieron en territorio positivo. Los índices bursátiles aumentaron, en promedio, un 37% entre diciembre de 2008 y diciembre 2009, superando el comportamiento del índice bursátil de la zona del euro.

POLÍTICA MONETARIA

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

El desafío fundamental para la política monetaria estuvo relacionado con la fuerte desaceleración económica, derivada de la intensificación de las turbulencias financieras mundiales y sus implicaciones para las perspectivas de inflación. Por otro lado, la mayoría de los países experimentaron restricciones de liquidez en sus mercados interbancarios y de deuda pública, así como tensiones en sus mercados de divisas. Así pues, el mecanismo de transmisión de la política monetaria se vio afectado en varios países. La respuesta de los respectivos BCN a estos desafíos varió en función de la situación económica y del marco de política monetaria vigente en cada país.

Por lo que respecta a las decisiones de política monetaria adoptadas entre enero y diciembre de 2009, la mayoría de los bancos centrales que participan en el MTC II adoptaron medidas de política monetaria que, con frecuencia, fueron un reflejo de las aplicadas por el BCE. En el primer semestre de 2009, el BCE redujo el tipo de interés fijo aplicado en las operaciones principales de financiación del Eurosistema por un total de 150 puntos básicos

Cuadro II Estrategias oficiales de política monetaria de los Estados miembros 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 currency board.
República Checa	Objetivo de inflación	Corona checa	Objetivo de inflación: 3% ± 1 punto porcentual hasta finales de 2009 y 2% ± 1 punto porcentual a partir de entonces. Tipo de cambio de flotación controlada.
Dinamarca	Objetivo de tipo de cambio	Corona danesa	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±2,25% en torno a una paridad central de 7,46038 coronas danesas por euro.
Estonia	Objetivo de tipo de cambio	Corona estonia	Participa en el MTC II con una banda de fluctuación de ±15% en torno a una paridad central de 15,6466 coronas estonias por euro. Estonia mantiene su sistema de currency board como compromiso unilateral.
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 currency board como compromiso unilateral.
Hungría	Objetivo de inflación	Forint húngaro	Objetivo de inflación: 3%, ±1 punto porcentual, objetivo a medio plazo desde 2007. Régimen cambiario de flotación libre.
Polonia	Objetivo de inflación	Zloty polaco	Objetivo de inflación: 2,5%, ±1 punto porcentual, (incremento interanual del IPC). Régimen cambiario de flotación libre.
Rumanía	Objetivo de inflación	Leu rumano	Objetivo de inflación: 3,5% ±1 punto porcentual al final de 2009 y al final de 2010. 3% ± 1 punto porcentual al final de 2011. Régimen cambiario de flotación controlada.
Suecia	Objetivo de inflación	Corona sueca	Objetivo de inflación: incremento del IPC del 2% con un margen de tolerancia de ±1 punto porcentual. Régimen cambiario de flotación libre.
Reino Unido	Objetivo de inflación	Libra esterlina	Objetivo de inflación: 2% (incremento interanual del IPC) ¹⁾ . En caso de desviación de más de un punto porcentual, el Gobernador del Bank of England debería dirigir una carta abierta, en nombre del Comité de Política Monetaria, al Ministro de Hacienda.

Fuente: SEBC.

1) El IPC es idéntico al IAPC.

(en cuatro etapas en enero, marzo, abril y mayo) y desde entonces lo ha mantenido invariable, en el 1%.

Dado que mantienen regímenes de *currency board*, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), el Eesti Pank y el Lietuvos bankas no tienen tipos de interés oficiales sino que sus tipos de interés se ajustan automáticamente a los fijados por el BCE. Sin embargo, para

atenuar las presiones sobre la liquidez en los mercados interbancarios, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) redujo sus exigencias de reservas mínimas.

En cuanto a los países que participan en el MTC II y no funcionan con un régimen de *currency board*, el Latvijas Banka, que aplica una banda de fluctuación de ±1% en torno a la paridad central como compromiso unilateral,

redujo su tipo de interés oficial al 4% en dos etapas, en 100 puntos básicos cada vez, la primera en marzo y la segunda en mayo de 2009. El Danmarks Nationalbank continuó con el ciclo de relajación monetaria iniciado en noviembre de 2008, reduciendo su principal tipo de interés oficial en otras nueve etapas en 2009, por un total de 255 puntos básicos. Tras reducir el tipo de interés en un total de 175 puntos básicos en los dos últimos meses de 2008, el Danmarks Nationalbank recortó en 75 puntos básicos su tipo de interés oficial dos veces, en enero y marzo de 2009; a estos recortes siguió una serie de reducciones más pequeñas entre abril de 2009 y enero de 2010, con lo que el tipo de interés oficial terminó situado en el 1,05%. Si bien algunas decisiones siguieron a modificaciones del mismo signo por parte del BCE, otras se adoptaron cuando los tipos de interés del BCE permanecían invariables, dando lugar a una reducción del diferencial de los tipos de interés oficiales frente a la zona del euro. El Danmarks Nationalbank también intervino en el mercado de divisas, reconstituyendo las reservas oficiales de divisas tras el período de tensiones en los mercados cambiarios y las consiguientes pérdidas de reservas a finales de 2008.

En 2009, todos los bancos centrales nacionales que tienen objetivos de inflación y no participan en el MTC II recortaron los tipos de interés en respuesta al mayor impacto de la crisis financiera y la consiguiente y rápida moderación de las presiones inflacionistas en un contexto de brechas de producción muy negativas. La inflación observada se situó por debajo de los objetivos de inflación respectivos en la República Checa y Suecia, mientras que en Hungría, Polonia y Rumanía se mantuvo por encima de sus objetivos. La magnitud de los recortes de los tipos de interés dependió de las condiciones iniciales, como las relativas a las tasas de inflación y a las primas de riesgo percibidas. En el transcurso de 2009, el Česká národní banka redujo su tipo de interés oficial en cuatro etapas, un total de 125 puntos básicos, hasta el 0,5%, mientras que el Narodowy Bank Polski y el Banco de Inglaterra recortaron sus tipos de interés en

150 puntos básicos en varias etapas, hasta situarlos en el 3,5% y el 0,5%, respectivamente. El Narodowy Bank Polski decidió, en enero de 2009, amortizar anticipadamente bonos emitidos por la institución y, en mayo de 2009, reducir el coeficiente de reservas. En marzo de 2009, el Banco de Inglaterra introdujo un programa de compra de activos (*Asset Purchase Facility*) por el cual autorizaba la adquisición de activos del sector privado y bonos del Tesoro, y lo amplió en tres ocasiones (en mayo, agosto y noviembre) hasta un total de 200 mm de libras esterlinas. El Magyar Nemzeti Bank y la Banca Națională a României continuaron relajando la política monetaria y recortaron sus tipos de interés oficiales en varias etapas, en el segundo semestre de 2009 y a principios de 2010, por un total de 375 y 200 puntos básicos, respectivamente. En febrero de 2010, los tipos de interés oficiales de estos dos BCN eran los más altos de la UE y se situaban en el 5,75% y el 7%, respectivamente. La Banca Națională a României redujo, asimismo, sus exigencias de reservas mínimas para ciertos pasivos de entidades de crédito. El Sveriges Riksbank recortó los tipos de interés en 175 puntos básicos en 2009, con lo cual su tipo de interés oficial se redujo hasta el 0,25%. Además, el Sveriges Riksbank ofreció a los bancos comerciales préstamos por importe de 300 mm de coronas suecas, a tipo de interés fijo y con vencimiento de unos 12 meses (en tres etapas, en julio, septiembre y octubre de 2009), con el fin de reducir los tipos de interés de los préstamos a hogares y empresas.



La nueva sede del BCE: simulación del atrio entre las dos torres de oficinas.

CAPÍTULO 2

OPERACIONES Y ACTIVIDADES COMO BANCO CENTRAL

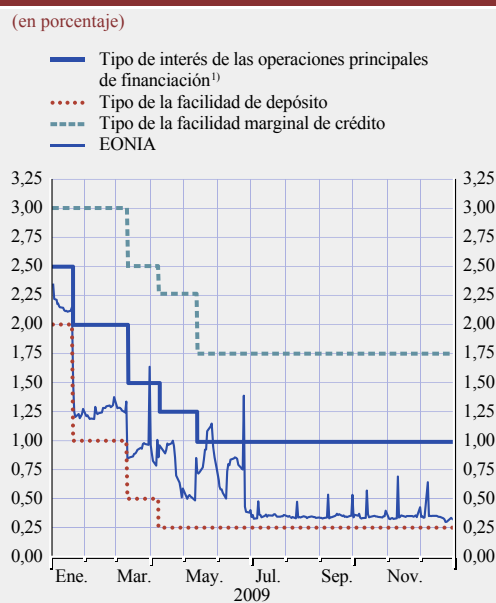
I OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, OPERACIONES EN DIVISAS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

I.1 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y FACILIDADES PERMANENTES

Los instrumentos de política monetaria utilizados por el Eurosistema en 2009 comprenden operaciones de mercado abierto, como las operaciones principales de financiación (OPF), las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), las operaciones de ajuste y el programa de adquisiciones de bonos garantizados, así como las facilidades permanentes y las reservas mínimas obligatorias. Dentro del marco operativo para la aplicación de la política monetaria, se recurre normalmente a las operaciones de mercado abierto y a las facilidades permanentes para gestionar la situación de liquidez en el mercado monetario interbancario, con el objetivo de mantener los tipos de interés a muy corto plazo en niveles próximos al tipo de interés oficial del BCE. El programa de adquisiciones de bonos garantizados es una medida temporal y no convencional.

En 2009, el Consejo de Gobierno modificó los tipos de interés oficiales del BCE en cuatro ocasiones (véase gráfico 45). El 15 de enero, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de las OPF en 50 puntos básicos, hasta el 2%, y lo recortó nuevamente el 5 de marzo, hasta el 1,50%, y el 2 de abril, hasta el 1,25%. Dada la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008 por el Consejo de Gobierno de restablecer en 200 puntos básicos la amplitud de la banda que determinan las facilidades permanentes en torno al tipo de interés de las OPF, los recortes anteriores implicaron que el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se fijara en el 3%, el 2,50% y el 2,25%, respectivamente, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se estableciera en el 1%, el 0,50% y el 0,25%, respectivamente. El 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió recortar el tipo de interés de las OPF hasta el 1%, rebajar el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito hasta el 1,75% y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,25%. La amplitud de la banda se redujo, por tanto, en 50 puntos básicos, hasta

Gráfico 45 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA



Fuente: BCE.

1) Tipo fijo a partir del 15 de octubre de 2008.

los 150 puntos básicos, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009.

La aplicación de la política monetaria en 2009 siguió estando determinada por los esfuerzos del Eurosistema para hacer frente a las tensiones de los mercados monetarios derivadas de las turbulencias financieras. Además de efectuar todas las operaciones de financiación con adjudicación plena, el Eurosistema amplió nuevamente el vencimiento medio de las operaciones de mercado abierto, al introducir operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Todas estas medidas tenían por objeto garantizar que las entidades de crédito solventes pudieran tener acceso a la liquidez en todo momento, previa presentación de activos de garantía adecuados, contribuyendo así a mejorar el deficiente funcionamiento del mercado monetario.

NECESIDADES DE LIQUIDEZ DEL SISTEMA BANCARIO

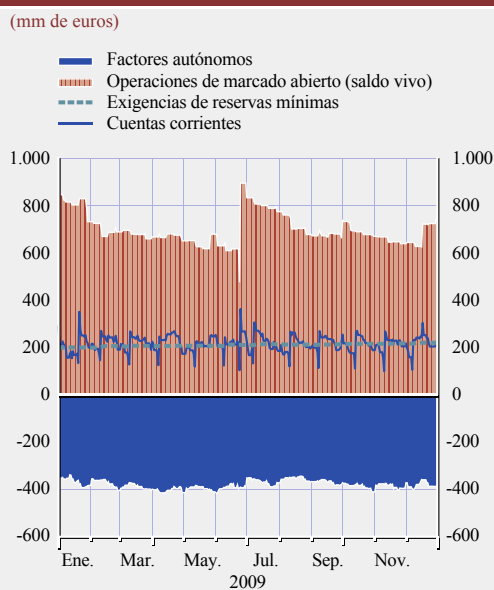
Cuando el Eurosistema inyecta liquidez mediante operaciones de mercado abierto, hace

una valoración diaria de las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona euro en su conjunto. Dichas necesidades se calculan sumando las exigencias de reservas mínimas, el exceso de fondos mantenido sobre dichas reservas mínimas en las cuentas corrientes de las entidades de crédito en el Eurosistema (exceso de reservas) y los factores autónomos. Los factores autónomos son aquellas partidas del balance del Eurosistema, como los billetes en circulación y los depósitos de las Administraciones Públicas, que influyen en los saldos en cuenta corriente de las entidades de crédito, pero sobre las cuales el Eurosistema no ejerce un control directo.

En 2009, todas las operaciones de financiación del Eurosistema se realizaron mediante procedimientos con adjudicación plena. Como consecuencia, el saldo vivo de las operaciones de financiación no se vio determinado por consideraciones de oferta del Eurosistema, sino por la demanda de las entidades de contrapartida, que reflejaba sus preferencias de liquidez subyacentes. De hecho, los volúmenes adjudicados en las operaciones de financiación superaban significativamente las necesidades de liquidez del sistema bancario de la zona del euro en su conjunto, tal y como han quedado definidas anteriormente. No obstante, el exceso de reservas total se mantuvo en un nivel muy bajo en 2009, situándose, en promedio, en 1,05 mm de euros, en línea con la experiencia de años anteriores (1,07 mm de euros en 2008 y 0,9 mm de euros en 2007).

En 2009, el sistema bancario de la zona del euro continuó tomando prestado un exceso de liquidez agregado y depositándolo de nuevo en el Eurosistema, pagando el tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación (OPF) y recibiendo el tipo de interés de la facilidad de depósito (lo que implica un diferencial de 100 puntos básicos antes del 13 de mayo de 2009 y de 75 puntos básicos después de esa fecha). Lo anterior puede interpretarse como una evidencia clara de la demanda de liquidez que realizaron al Eurosistema las entidades de contrapartida por motivos de precaución. Si se examina lo ocurrido desde esta perspectiva,

Gráfico 46 Factores de liquidez en la zona del euro en 2009



Fuente: BCE.

puede decirse que la «prima» de este seguro de liquidez disminuyó a partir del 13 de mayo, lo que podría haber contribuido a sostener e incluso a aumentar la demanda en las operaciones de financiación del Eurosistema.

En 2009, las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro ascendieron a 577 mm de euros, un 20% más que en 2008. El motivo principal de este incremento fue el crecimiento de los factores autónomos en un 39%, hasta alcanzar los 380 mm de euros. En promedio, las exigencias de reservas mínimas se mantuvieron prácticamente sin cambios en 2009, situándose en 216 mm de euros, frente a 210 mm de euros en 2008 (véase gráfico 46). El crecimiento de la demanda de billetes se desaceleró considerablemente en 2009 (véase gráfico 53 en la sección 3 de este capítulo).

SISTEMA DE RESERVAS MÍNIMAS

Las entidades de crédito de la zona del euro han de mantener unas reservas mínimas en las cuentas corrientes en el Eurosistema. Como ha venido ocurriendo desde 1999, en 2009 dichas reservas

eran iguales al 2% de la base de reservas de las entidades de crédito, y ascendían, en promedio, a 216 mm de euros, solo un 3% por encima de la media de 2008. Dado que, para cualquier período de mantenimiento, el Eurosistema remunera las reservas mantenidas a un tipo de interés equivalente a la media de los tipos marginales de las OPF del período de mantenimiento (si estas se realizan mediante subastas a tipo de interés variable) o al tipo fijo de las OPF (en el caso de subastas a tipo de interés fijo), el sistema de reservas mínimas no impone costes significativos al sector bancario. Al mismo tiempo, el sistema cumple dos funciones importantes dentro del marco operativo para la aplicación de la política monetaria: en primer lugar, estabiliza los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, porque las exigencias de reservas se deben cumplir en promedio a lo largo de todo el período de mantenimiento, lo que permite a las entidades de crédito compensar las entradas y las salidas de liquidez temporales e imprevistas; en segundo lugar, amplía el déficit de liquidez del sistema bancario, es decir, la necesidad general de financiarse recurriendo al Eurosistema, garantizando con ello una demanda ininterrumpida y predecible de financiación al Eurosistema, lo que facilita el control de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario por parte del Eurosistema.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

El Eurosistema utiliza las OPF, las OFPML y las operaciones de ajuste para gestionar la situación de liquidez del mercado monetario. Todas las operaciones de inyección de liquidez tienen que estar totalmente garantizadas. Las OPF son operaciones regulares con periodicidad semanal y, generalmente, vencimiento a una semana. Constituyen el instrumento principal para señalar la orientación de la política monetaria del BCE. Las OFPML regulares son operaciones de inyección de liquidez mensuales con vencimiento a tres meses. En 2009 se siguieron utilizando varias operaciones adicionales que se habían introducido en años anteriores: las OFPML complementarias a tres y seis meses y las operaciones de financiación a plazo especial, idéntico a la

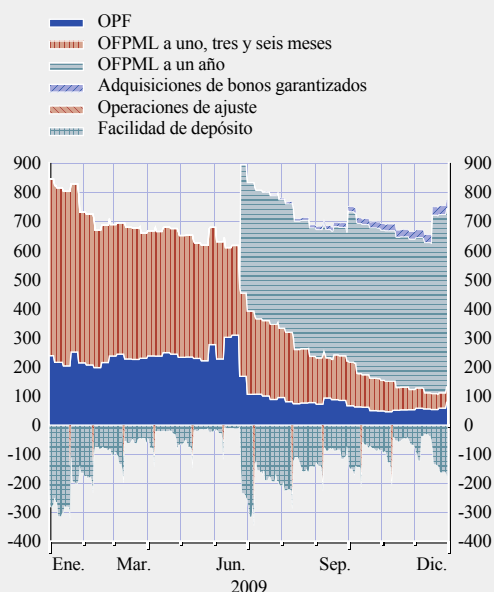
duración del período de mantenimiento. El 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno decidió que se efectuaran tres OFPML de inyección de liquidez con vencimiento a un año. Las dos primeras operaciones (liquidadas el 25 de junio y el 1 de octubre) se llevaron a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena y sin diferencial sobre los tipos de las OPF. El tipo de interés de la última operación (liquidada el 17 de diciembre) se fijó en la media del tipo mínimo de puja/tipo de interés fijo de las OPF a lo largo de la vida de la operación (con vencimiento a 371 días).

En 2009, las 52 OPF se llevaron a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo en las que se cubrieron todas las pujas. El número de entidades de contrapartida admisibles aumentó hasta 2.157, frente a 2.099 en 2008. En promedio, 401 entidades participaron en las OPF en 2009, en comparación con 443 en 2008. Antes de que se liquidara la primera OFPML a un año, el volumen medio adjudicado en las OPF era de 236 mm de euros (véase gráfico 47) y el número de entidades de contrapartida era elevado (558 entidades participantes, en promedio). En la OPF que se liquidó el 24 de junio, inmediatamente antes de que se adjudicara la primera OFPML a un año, se observó un considerable descenso del volumen adjudicado, que bajó hasta 168 mm de euros. Este hecho señaló el comienzo de una tendencia a la baja tanto en las tasas de participación como en los volúmenes adjudicados en las OPF, que continuó a lo largo del segundo semestre del año. En la operación que se liquidó el 23 de diciembre de 2009 se registró el número más bajo de entidades de contrapartida (109 participantes en una OPF, mientras que en la operación que se liquidó el 4 de noviembre se registró el volumen más bajo adjudicado en una OPF (46 mm de euros).

Durante el primer semestre del año, el saldo vivo de liquidez adjudicado en las OFPML, en las OFPML complementarias y en las operaciones de financiación a plazo especial se redujo sistemáticamente, desde 617 mm de euros el 1 de enero hasta 309 mm de euros

Gráfico 47 Saldo vivo de las operaciones de política monetaria

(mm de euros)



Fuente: BCE.

el 24 de junio (véase gráfico 47). Esta reducción se vio acompañada por un descenso paralelo y gradual del recurso diario a la facilidad de depósito del Eurosistema. Tras la liquidación de la primera OFPML a un año, el saldo vivo total de las operaciones de financiación a plazo especial y de las OFPML aumentó a más del doble, hasta alcanzar los 729 mm de euros, y se mantuvo en niveles muy elevados durante el segundo semestre del año (situándose en 670 mm de euros el 31 de diciembre). Sin embargo, el saldo total de las operaciones de financiación, exceptuando las OFPML a un año, disminuyó significativamente, pues las entidades de contrapartida alargaron el plazo de su financiación en el Eurosistema al hacer un mayor uso de las operaciones a un año.

El 31 de diciembre, las OFPML a un año representaban el 82% del saldo total de financiación, las OPF suponían un 11%, las operaciones a tres y a seis meses contribuían con un 3% y un 4%, respectivamente, y un 0,4% correspondía a las operaciones de financiación a plazo especial. El programa de adquisiciones

de bonos garantizados (véase sección 1.3 de este capítulo) constituía el 4% de la inyección de liquidez. El 31 de diciembre, sólo el saldo vivo de las OFPML a un año (614 mm de euros) superaba en 23 mm de euros la necesidad de liquidez agregada del sistema bancario.

La participación en las OFPML a un año fue, en general, muy elevada, pero descendió a lo largo del año, participando 1.121 entidades de contrapartida en la primera operación, 589 en la segunda y 224 en la tercera. La participación en otras operaciones también se redujo significativamente en 2009: en las operaciones a tres meses, de un máximo de 133 (el 28 de enero) a un mínimo de 8 (el 7 de octubre y el 7 de diciembre), y en las operaciones a seis meses, de un máximo de 110 (el 10 de junio) a un mínimo de 21 (el 11 de noviembre y el 9 de diciembre). La participación en las operaciones de financiación a plazo especial también disminuyó, de un máximo de 147 (el 9 de junio) a un mínimo de 8 (el 7 de diciembre).

El BCE puede realizar operaciones de ajuste ad hoc para inyectar y absorber liquidez, a fin de gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. La decisión del Consejo de Gobierno de ampliar a partir del 6 de octubre de 2008 el acceso a las operaciones de ajuste a todas las entidades de contrapartida que pueden participar en las operaciones de mercado abierto del Eurosistema realizadas mediante subastas estándar y que cumplen, además, determinados criterios de selección especificados por los respectivos BCN, se mantuvo en vigor en 2009.

En 2009, el BCE realizó operaciones de ajuste únicamente en el último día de los períodos de mantenimiento. Se llevaron a cabo 12 operaciones de absorción de liquidez a un día mediante subastas a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja equivalente al tipo de interés fijo de las OPF. En términos medios, en estas operaciones participaron 136 entidades de contrapartida y se absorbieron 154 mm de euros.

FACILIDADES PERMANENTES

Las entidades de contrapartida pueden utilizar, a iniciativa propia, las dos facilidades permanentes para obtener liquidez a un día, previa presentación de activos de garantía admitidos, o para realizar depósitos a un día en el Eurosistema. A finales de 2009, el número de entidades de contrapartida que tenían acceso a la facilidad marginal de crédito era de 2.401, mientras que 2.775 podían acceder a la facilidad de depósito.

Los tipos de interés aplicados a estas facilidades constituyen, en principio, dos límites, superior e inferior, para el tipo de interés a un día y, por lo tanto, cumplen una importante función en la aplicación de la política monetaria. El 15 de enero de 2009, tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 18 de diciembre de 2008, la banda que determinan estos dos tipos se amplió simétricamente de 100 a 200 puntos básicos en torno al tipo de interés de las OPF. El 7 de mayo de 2009, la banda se estrechó a 150 puntos básicos, cuando el tipo de las OPF se recortó hasta el 1%. Esta medida se adoptó para lograr que el tipo de la facilidad de depósito siguiera situándose por encima de cero y que, por tanto, se mantuviera el incentivo a negociar en el mercado de operaciones a un día sin garantías. Al mismo tiempo, la banda mantuvo su simetría en torno al tipo de interés fijo de las OPF.

Las cuantiosas adjudicaciones efectuadas en las operaciones de mercado abierto a tipo de interés fijo incrementaron de forma significativa la utilización de la facilidad de depósito, sobre todo después de que se liquidara la primera OFPML a un año. El recurso medio diario a la facilidad de depósito fue de 109 mm de euros (frente a los 0,5 mm de euros en 2007 y a los 208,5 mm de euros en el período comprendido entre el 9 de octubre y el 31 de diciembre de 2008). En 2009, 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 cumplía sus exigencias de reservas.

El recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito fue de 1 mm de euros (frente a 6,7 mm de euros en el período comprendido entre octubre y diciembre de 2008). Este descenso podría estar relacionado con una menor incertidumbre acerca de las necesidades de liquidez de las distintas entidades de crédito, con una mejora del funcionamiento del mercado de operaciones interbancarias a un día sin garantías (como puede observarse, por ejemplo, en la reapertura de las líneas de crédito) y con las cuantiosas adjudicaciones en las operaciones de financiación.

ACTIVOS DE GARANTÍA ADMITIDOS EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Como exigen los Estatutos del SEBC, y en consonancia con las prácticas que siguen los bancos centrales en todo el mundo, todas las operaciones de crédito del Eurosistema han de estar respaldadas por garantías adecuadas. Tal adecuación implica que, en primer lugar, el Eurosistema queda protegido, en gran medida, de incurrir en pérdidas en sus operaciones de crédito y, en segundo lugar, que deben existir suficientes activos de garantía disponibles para un extenso grupo de entidades de contrapartida, de modo que el Eurosistema pueda proporcionarles el volumen de liquidez que considere necesario a través de sus operaciones de política monetaria y como crédito intradía en sus operaciones de sistemas de pago. Para facilitar la consecución de estos objetivos, el Eurosistema admite una amplia gama de activos como garantía en todas sus operaciones de crédito. Esta característica del sistema de activos de garantía del Eurosistema, junto con el hecho de que numerosas entidades de contrapartida tienen acceso a las operaciones de mercado abierto del Eurosistema, ha sido fundamental para la aplicación de la política monetaria en tiempos de crisis. La flexibilidad intrínseca de su marco operativo ha permitido al Eurosistema proporcionar la liquidez necesaria para hacer frente al deficiente funcionamiento del mercado monetario sin verse limitado por restricciones generalizadas relacionadas con los

activos de garantía durante la crisis financiera. A finales de 2008, el Consejo de Gobierno decidió ampliar la lista de activos de garantía admitidos, de forma temporal hasta el final de 2010.

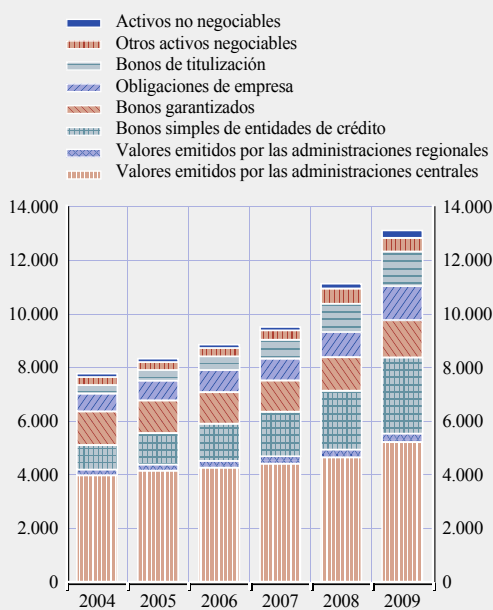
En 2009, el importe medio de los activos de garantía ascendió a 13,1 billones de euros, lo que supone un aumento del 17,9%, en comparación con 2008 (véase gráfico 48). La deuda de las Administraciones Públicas, cifrada en 5,5 billones de euros, representaba el 40% del total, mientras que el resto de los activos negociables correspondía a bonos simples de entidades de crédito (2,8 billones de euros, es decir, un 20%), bonos garantizados emitidos también por entidades de crédito (1,4 billones de euros, equivalentes a un 11%), bonos de titulización (1,3 billones de euros, esto es, un 10%), obligaciones de empresa (1,3 billones de euros, o un 10%), y otros tipos de bonos, como los emitidos por organizaciones supranacionales, (0,5 billones, o un 4%). El importe total de activos negociables admitidos

como consecuencia de la ampliación temporal de la lista de activos de garantía se situó en unos 1,4 billones de euros a finales de 2009. La lista de activos de garantía incluye también activos no negociables, principalmente créditos (denominados, asimismo, préstamos bancarios). Contrariamente a los activos negociables, la admisión de activos no negociables se determina en el momento de su aceptación, por lo que el volumen potencial de estos activos no puede medirse con facilidad. Si se tiene en cuenta esta circunstancia, se estima que el importe de activos no negociables entregados por las entidades de contrapartida como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema en 2009 ascendió a 0,3 billones de euros, lo que representa un 2% del total de activos de garantía admitidos por el Eurosistema. El menor umbral de calidad crediticia establecido temporalmente para ampliar la lista de activos de garantía admitidos se aplicó también a los activos no negociables.

El valor medio de los activos negociables y no negociables entregados por las entidades de contrapartida como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema aumentó de forma significativa, desde 1.579 mm de euros en 2008 a 2.034 mm de euros en 2009. Este incremento se debió, principalmente, al hecho de que las entidades aportaron considerables volúmenes adicionales de activos como garantía en las operaciones del Eurosistema en respuesta a las turbulencias observadas en los mercados financieros (véase gráfico 49). Como puede observarse al comparar los activos de garantía con el saldo vivo del crédito proporcionado por el Eurosistema a las entidades de contrapartida, la proporción de activos de garantía entregados que no se utiliza para cubrir créditos relacionados con operaciones de política monetaria aumentó ligeramente en términos agregados, lo que sugiere que la insuficiencia de activos de garantía no ha representado una limitación sistémica para las entidades de contrapartida del Eurosistema, pese al creciente volumen de liquidez recibido en las operaciones de financiación.

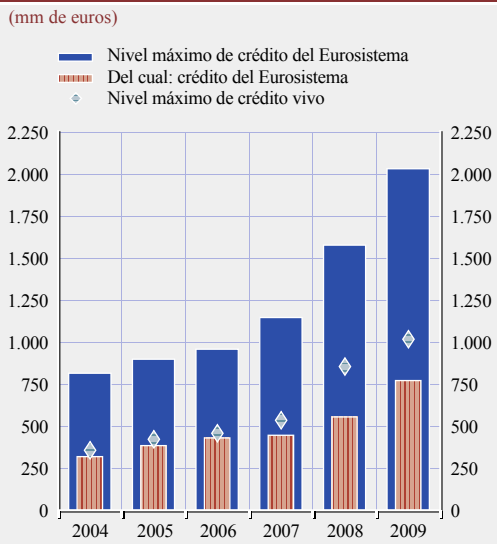
Gráfico 48 Activos de garantía admitidos, por tipo de activo

(mm de euros; medias anuales)



Fuente: BCE.

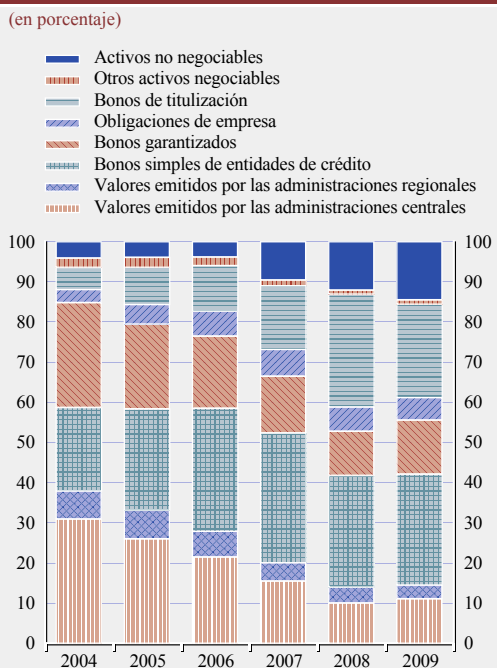
Gráfico 49 Activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema: volumen entregado y saldo vivo de las operaciones de política monetaria ¹⁾



Fuente: BCE.

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

Gráfico 50 Detalle de los tipos de activos utilizados como garantía (incluidos créditos), por tipo de activo



Fuente: BCE.

Por lo que respecta a los tipos de activos entregados como garantía (véase gráfico 50), la proporción de bonos de titulización disminuyó, pasando en promedio del 28% registrado en 2008 al 23% de 2009, lo que se debió a reducciones de sus valores de mercado y a un aumento de los recortes de valoración, si bien el importe total presentado se mantuvo estable. Los bonos simples de entidades de crédito representaron, en promedio, algo menos del 28% de los activos de garantía entregados en 2009, por lo que pasaron a ser el tipo de activo más utilizado como activo de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. La proporción de activos no negociables aumentó, en promedio, del 12% en 2008 al 14% en 2009. Por otra parte, la proporción de valores de las administraciones centrales se incrementó, en promedio, del 10% en 2008 al 11% en 2009. Los nuevos tipos de activos admitidos temporalmente constituyeron el 3,8%, aproximadamente, del total de activos de garantía negociables presentados.

GESTIÓN DE RIESGOS

Para reducir el riesgo de impago de una entidad de contrapartida al que puede estar sometida en sus operaciones de crédito, el Eurosistema exige a las entidades de contrapartida la presentación de activos de garantía adecuados. Sin embargo, en caso de impago, el Eurosistema sigue estando expuesto a distintos riesgos financieros, como los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez. Además, el Eurosistema está expuesto al riesgo de tipo de cambio, en el contexto de las operaciones de inyección de liquidez en divisas contra la entrega de activos de garantía denominados en euros, como las realizadas en 2009. A fin de reducir estos riesgos a niveles aceptables, el Eurosistema exige activos de garantía de elevada calidad crediticia, los valora diariamente y aplica medidas de control de riesgos apropiadas.

Por razones de prudencia, el Eurosistema ha establecido una provisión como protección frente a posibles pérdidas derivadas de la realización de los activos de garantía aportados por entidades de contrapartida que incumplan sus obligaciones de pago. El nivel de la provisión

se revisa anualmente, en espera de la venta final de los activos de garantía y habida cuenta de las perspectivas de recuperación. De forma más general, los riesgos financieros derivados de las operaciones de crédito se cuantifican y se comunican periódicamente a los órganos rectores del BCE.

En 2009, el BCE incorporó en las medidas de control de riesgos las mejoras técnicas que había anunciado el 4 de septiembre de 2008, y realizó algunos ajustes en lo que respecta al uso de los bonos de titulización y de los bonos bancarios simples admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. Por lo que se refiere a los bonos de titulización, el Eurosistema anunció el 20 de enero y el 20 de noviembre de 2009 requisitos adicionales para las calificaciones crediticias efectuadas por las agencias externas de evaluación del crédito aceptadas. Además, con el fin de que los bonos de titulización emitidos a partir del 1 de marzo de 2009 fueran admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, se decidió que los activos subyacentes no deberían estar compuestos, en su conjunto o en parte, de tramos de otros bonos de titulización. Los bonos de titulización emitidos antes del 1 de marzo de 2009 están exentos de este último requisito hasta el 1 de marzo de 2010. En cuanto a los bonos bancarios simples, el Eurosistema anunció el 20 de enero de 2009 la introducción de límites a uso a partir del 1 de marzo de 2009.

Los mencionados ajustes en las medidas de control de riesgos se realizaron con el objeto de mantener en el Eurosistema un nivel adecuado de protección frente a riesgos, a la vez que se conservan las características fundamentales del marco del Eurosistema para las operaciones de crédito, tales como la gran selección de activos de garantía y el amplio acceso de las entidades de contrapartida del Eurosistema a la liquidez del banco central. Además, los cambios relativos al uso de bonos de titulización pretendían contribuir a restablecer el funcionamiento apropiado de estos mercados.

Por otra parte, con el fin de llevar cabo una evaluación adecuada de los riesgos derivados

de los bonos de titulización utilizados en las operaciones de crédito, el Eurosistema ha estado investigando si debería tenerse en cuenta, en el marco de la gestión de riesgos, la existencia de información detallada, préstamo a préstamo, de los activos subyacentes que respaldan a los bonos de titulización. Para ello, el Eurosistema ha iniciado conversaciones con las agencias de calificación crediticia, los inversores, las asociaciones del sector y los originadores de estos bonos y, el 23 de diciembre de 2009, puso en marcha una consulta pública sobre esta materia. Esta información detallada de los préstamos incrementaría la transparencia relativa a los bonos de titulización, haciendo con ello posible efectuar una evaluación de los riesgos más informada y contribuyendo a restablecer la confianza en los mercados de titulización.

I.2 OPERACIONES EN DIVISAS Y OPERACIONES CON OTROS BANCOS CENTRALES

En 2009, el Eurosistema no efectuó ninguna intervención en el mercado de divisas. Por otra parte, el BCE no llevó a cabo operaciones en divisas con las monedas que participan en el MTC II. El acuerdo existente entre el BCE y el FMI, por el que el FMI puede iniciar por cuenta del BCE operaciones con derechos especiales de giro (DEG) con otros titulares de DEG, se activó en nueve ocasiones en 2009.

Con el fin de hacer frente a las perturbaciones en los mercados de financiación europeos en dólares estadounidenses provocadas por las turbulencias registradas en los mercados financieros, el BCE estableció en 2007 un acuerdo de divisas recíproco (línea *swap*) con la Reserva Federal, que fue prolongado en numerosas ocasiones, la última vez hasta el 1 de febrero de 2010. En relación con la operación de financiación a plazo en dólares (*Term Auction Facility* – TAF) de la Reserva Federal, y en estrecha colaboración con otros bancos centrales, el Eurosistema facilitó financiación en dólares estadounidenses recibidos a través de esta línea *swap* a sus

entidades de contrapartida previa presentación de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. En el contexto de la volatilidad registrada en los mercados financieros en 2009, el Eurosistema siguió llevando a cabo operaciones mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena a 7, 28 y 84 días para proporcionar liquidez en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema. En 2009, la financiación en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida de la zona del euro se llevó a cabo a través de 69 operaciones temporales, previa presentación de activos de garantía admitidos, y seis operaciones *swap* de divisas euro/dólar. Como consecuencia de la mejora observada en los mercados de financiación y de la limitada demanda existente, a finales de enero de 2009 se dejaron de efectuar las operaciones *swap* de divisas euro/dólar, mientras que las cesiones temporales a 28, 84 y 7 días dejaron de llevarse a cabo después de las operaciones que tuvieron lugar el 28 de julio y el 6 de octubre de 2009 y el 27 de enero de 2010, respectivamente.

Tras la conclusión en octubre de 2008 de una línea *swap* con el Banco Nacional de Suiza, en 2009, el Eurosistema siguió proporcionando a sus entidades de contrapartida liquidez en francos suizos. Estas operaciones adoptaron la forma de *swaps* de divisas euro/franco suizo a un precio fijo y por un importe máximo determinado por el BCE en coordinación con el Banco Nacional de Suiza. En 2009, el Eurosistema llevó a cabo 51 operaciones *swap* de inyección de liquidez en francos suizos con vencimiento a siete días. El 18 de enero de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, dejar de efectuar operaciones *swap* de inyección de liquidez en francos suizos después del 31 de enero de 2010, en un contexto de reducción de la demanda y de mejora de las condiciones en los mercados de financiación.

En abril de 2009, el Consejo de Gobierno decidió establecer un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*)

con la Reserva Federal para proporcionarle los recursos necesarios para ofrecer liquidez hasta una cuantía de 80 mm de euros. Esta línea *swap* se amplió en numerosas ocasiones, la última vez hasta el 1 de febrero de 2010. Además, el BCE y el Sveriges Riksbank anunciaron en junio de 2009 que activarían el acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) suscrito en 2007 por un importe máximo de 10 mm de euros, con el fin de facilitar el funcionamiento de los mercados financieros y de proporcionar liquidez en euros al Sveriges Riksbank, en caso de que fuera necesario.

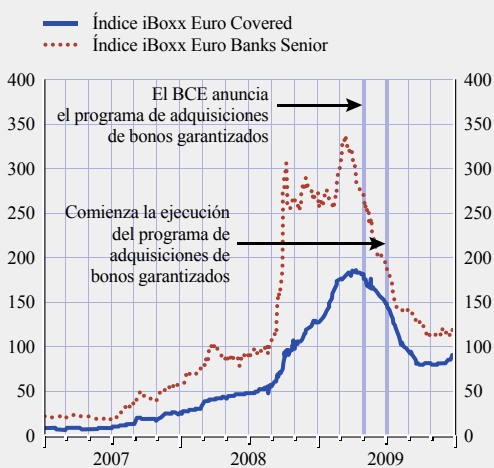
1.3 PROGRAMA DE ADQUISICIONES DE BONOS GARANTIZADOS

El Consejo de Gobierno decidió, en mayo de 2009, establecer un programa de adquisiciones simples de bonos garantizados con fines de política monetaria. Este programa, que constituyó un elemento fundamental del enfoque del BCE de apoyo al crédito, se puso en marcha con el fin de contribuir a la reactivación del mercado de bonos garantizados. Se anunció que el Eurosistema se proponía comprar bonos garantizados denominados en euros por un importe de 60 mm de euros entre julio de 2009 y el final de junio de 2010. Estos bonos, emitidos en la zona del euro, tienen que cumplir determinados criterios, que se dieron a conocer a todos los participantes en el mercado.

El 31 de diciembre de 2009, el Eurosistema ya había comprado bonos garantizados por un importe nominal total cercano a 28 mm de euros, de los que un 24% correspondía a adquisiciones realizadas en el mercado primario y un 76% a compras efectuadas en el mercado secundario. Desde que se anunció el programa, han repuntado las nuevas emisiones en el mercado de bonos garantizados, y los diferenciales entre el rendimiento de los bonos garantizados y los tipos *swap* se han reducido significativamente, lo que también se debe, en parte, a la mejora general de los mercados financieros. Esta recuperación ha venido acompañada, asimismo, por un estrechamiento general de otros

Gráfico 51 Diferenciales entre el rendimiento de los bonos garantizados y los tipos swap y entre el rendimiento de los bonos bancarios sin garantías y los tipos swap

(puntos básicos)



Fuente: Markit.

Notas: Los índices iBoxx son índices utilizados habitualmente que reflejan las variaciones de los diferenciales en varios mercados de renta fija con respecto a los tipos *swap*. La compilación la realiza una filial de Markit, empresa de servicios de información financiera. El índice iBoxx Euro Covered es un indicador de la diferencia entre el rendimiento de una cesta de bonos garantizados denominados en euros y los tipos *swap* con plazo similar, mientras que el índice iBoxx Euro Bank Senior es un indicador de la diferencia entre el rendimiento de una cesta de bonos bancarios *senior* no garantizados y los tipos *swap* con plazo similar.

diferenciales, como el de los bonos bancarios *senior* no garantizados (véase gráfico 51)¹.

I.4 ACTIVIDADES DE INVERSIÓN

Las actividades de inversión del BCE 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. Un conjunto de reglas y procedimientos, conocido como muralla china, separa la División de Inversiones de las demás unidades de gestión.

GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

La cartera de reservas exteriores del BCE se constituyó originalmente mediante transferencias de activos exteriores de reserva

de los BCN de la zona del euro. Con el tiempo, la composición de la cartera refleja las variaciones del valor de mercado de los activos invertidos, así como las operaciones en divisas y en oro realizadas por el BCE. 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 de 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 Eurosistema. En el marco de este modelo, se asigna normalmente a cada BCN, o al grupo de BCN que actúa conjuntamente para este fin, una participación en la cartera de dólares estadounidenses o en la de yenes japoneses². Desde enero de 2009, cuando Eslovaquia se integró en la zona del euro, el Národná banka Slovenska ha gestionado una cartera en dólares estadounidenses como agente del BCE.

Durante 2009, el BCE realizó ventas de oro por un total de 35,5 toneladas. Los ingresos procedentes de las ventas de oro se añadieron a la cartera de dólares estadounidenses. Estas ventas se efectuaron de plena conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de 8 de marzo de 2004, del que el BCE era signatario, y que se renovó el 7 de agosto de 2009.

1 Para más información sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados, véase el sitio web del BCE, en concreto <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omo>.

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

El valor de los activos exteriores de reserva netos del BCE³ a los tipos de cambio y precios corrientes de mercado aumentó desde 49,5 mm de euros al final de 2008 a 51 mm de euros al final de 2009, de los que 38,3 mm de euros eran en divisas (yenes japoneses y dólares estadounidenses) y 12,7 mm de euros, en oro y DEG. Con los tipos de cambio vigentes al final de 2009, los activos denominados en dólares estadounidenses representaban el 78,5% de las reservas de divisas, mientras que los denominados en yenes japoneses constituían el 21,5%. La reducción del 0,5% en el valor en euros de la cartera de divisas fue resultado, en gran medida, de la depreciación a lo largo del año del yen japonés (un 5,3%) y del dólar estadounidense (un 3,4%) frente al euro, mientras que las plusvalías y los ingresos por intereses generados por las actividades de gestión de carteras y por la inversión de los ingresos procedentes de las ventas de oro mencionadas tuvieron una contribución positiva. El valor del oro y de los DEG se incrementó en torno a un 14%, a pesar de las ventas de oro. Este aumento fue reflejo, principalmente, de la apreciación del oro que se produjo en 2009 y que fue aproximadamente del 22,1%, en términos de euros.

En 2009, se incluyeron algunos instrumentos con garantía pública en la lista de instrumentos admitidos para la inversión de las reservas exteriores del BCE. El inicio de un programa automático de préstamo de valores para los activos del BCE denominados en dólares estadounidenses, cuya preparación se había completado en 2008, quedó pospuesto, dado que se consideró oportuno esperar a que se dieran unas condiciones de financiación más favorables.

GESTIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS

La cartera de recursos propios del BCE comprende la parte desembolsada del capital suscrito de la institución, así como las cantidades mantenidas en su fondo de reserva general y

su provisión para cubrir los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro. Esta cartera tiene por objeto proporcionar al BCE los ingresos necesarios para ayudarle a hacer frente a sus gastos de explotación. El objetivo que se persigue con su gestión es maximizar el rendimiento esperado, condicionado a que no se produzcan pérdidas a un determinado nivel de confianza. Los fondos que componen esta cartera se invierten en activos de renta fija denominados en euros.

El valor de la cartera a precios corrientes de mercado se incrementó desde los 10,2 mm de euros registrados al final de 2008 hasta los 11,8 mm de euros contabilizados al final de 2009. El aumento del valor de mercado tuvo su origen en la inversión en la cartera de recursos propios de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro constituida por el BCE en 2005, así como en el rendimiento de las inversiones y en las contribuciones del Národná banka Slovenska al capital y las reservas del BCE, tras la adopción del euro en Eslovaquia.

La lista de instrumentos admitidos se amplió durante 2009, con el fin de incluir determinados valores con garantía pública que cumplen los criterios de selección del BCE para su cartera de recursos propios.

El BCE estableció una muralla china en la implementación del programa de adquisiciones de bonos garantizados, dado que la cartera de recursos propios y la actividad compradora asociada al programa estaban gestionadas por la misma unidad.

3 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, debidas a cesiones temporales y a operaciones a plazo, en las tenencias en moneda extranjera. Para una información más detallada sobre las fuentes de datos, véase el sitio web del BCE.

GESTIÓN DE RIESGOS

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

En 2009, el BCE siguió mejorando las infraestructuras informáticas que respaldan el sistema de gestión de riesgos de sus operaciones de inversión. Este sistema se amplió con el fin de incluir las compras de bonos garantizados llevadas a cabo por el BCE en el marco del 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 de una cartera de activos que, con una probabilidad dada, no se sobrepasará al final de un período concreto. El valor de este indicador depende de una serie de parámetros que se utilizan para calcularlo, en particular el nivel de confianza, el horizonte temporal y la muestra elegida para estimar la volatilidad del precio de los activos. Por ejemplo, si se calculara este indicador para la cartera de inversiones del BCE, que incluye la cartera del programa de adquisiciones de bonos garantizados, a 31 de diciembre de 2009, utilizando como parámetros un nivel de confianza del 95%, un horizonte temporal de un año y una muestra de un año para la volatilidad del precio de los activos, se obtendría un VaR de 10.655 millones de euros. Si se calculase el mismo indicador utilizando una muestra de cinco años en vez de una de un año, el VaR obtenido sería de 7.975 millones. La mayor parte de este riesgo de mercado tiene su origen en los riesgos de tipo de cambio y de precio del oro. Los bajos niveles que registra el riesgo de tipo de interés se deben al hecho de que la duración modificada de las carteras de inversión del BCE siguió siendo relativamente reducida en 2009.

2 SISTEMAS DE PAGO Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El Eurosistema tiene la función estatutaria de garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y solventes. El principal instrumento para llevarla a cabo lo constituye, aparte de la vigilancia (véase sección 4 del capítulo 3), la provisión de sistemas de liquidación de pagos y valores. Con esta finalidad, el Eurosistema creó TARGET, el sistema automatizado transeuropeo de liquidación bruta en tiempo real para la transferencia urgente de grandes pagos en euros. La primera generación del sistema, caracterizada por su descentralización técnica, fue sustituida por la segunda generación, TARGET2, en mayo de 2008, al concluir la migración al nuevo sistema. TARGET2 se basa en una infraestructura técnica común, la plataforma compartida única. Tres bancos centrales del Eurosistema (la Banca d'Italia, la Banque de France y el Deutsche Bundesbank) proporcionan y operan conjuntamente la plataforma compartida única en nombre del Eurosistema.

En lo que se refiere a la liquidación de valores, el Eurosistema ha hecho importantes avances en su proyecto de creación de una plataforma técnica única, denominada TARGET2-Securities (T2S), para la liquidación de prácticamente todos los valores negociados en Europa, eliminando así toda diferencia entre las operaciones nacionales y las transfronterizas. A lo largo de 2009, los trabajos se centraron en progresar en la elaboración de la documentación técnica de la plataforma, reforzar las relaciones con los depositarios centrales de valores (DCV) y prepararse para la fase de desarrollo del proyecto, que se inició a comienzos de 2010. También se realizaron avances en varios aspectos estratégicos, como la estructura de gobierno y la armonización.

En cuanto a la movilización transfronteriza de los activos de garantía, desde 1999, el modelo de corresponsalía entre bancos centrales permite a todas las entidades de contrapartida de la zona del euro utilizar un conjunto común de activos admisibles como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Con el fin de incrementar la eficiencia de la gestión de los activos de

garantía, en julio de 2008, el Eurosistema decidió poner en marcha una plataforma técnica única denominada Gestión de Activos de Garantía de los Bancos Centrales (Collateral Central Bank Management — CCBM2), que facilitará la estandarización de los procesos.

2.1 EL SISTEMA TARGET2

TARGET2 desempeña un papel importante en la ejecución de la política monetaria única y en el funcionamiento del mercado monetario del euro. El sistema ofrece liquidación en tiempo real en dinero de banco central y una extensa cobertura de mercado. Además de procesar operaciones de grandes pagos y de carácter urgente sin límite máximo o mínimo de importe, TARGET2 ha atraído otro tipo de pagos.

OPERACIONES PROCESADAS POR TARGET2

El sistema TARGET2 funcionó con fluidez en 2009 y continuó procesando un elevado número de pagos en euros. La cuota de mercado del sistema se mantuvo estable, procesando el 89% del importe total de las operaciones de los sistemas de grandes pagos en euros. La media diaria de pagos procesados en TARGET2 disminuyó un 7%, hasta 345.771, en cuanto al número de operaciones, y un 19%, hasta 2.153 euros, en términos de importe. El 30 de septiembre de 2009, TARGET2 alcanzó 508.368 operaciones. En el cuadro 12 se presentan los flujos de pagos registrados en el sistema TARGET2 en 2009, comparándolos con los del año anterior. El descenso observado tanto en el número de operaciones como en su importe puede atribuirse, en gran medida, a los efectos de la crisis financiera. Además, los indicadores estadísticos se basan en una nueva metodología que se viene aplicando a las estadísticas de TARGET2 desde enero de 2009, lo que hay que tener en cuenta a la hora de comparar los datos de 2009 con los de años anteriores, especialmente en lo que se refiere al importe liquidado.

En 2009, la disponibilidad general de TARGET2, es decir, la posibilidad de los participantes de utilizar el sistema sin incidentes durante su

Cuadro 12 Flujos de pagos en TARGET¹⁾

Importe (mm de euros)	2008	2009	Variación (%)
Pagos totales en TARGET			
Total	682.780	551.176	
Media diaria	2.667	2.153	-19
Número de pagos			
Pagos totales en TARGET			
Total	94.711.380	88.517.341	
Media diaria	369.966	345.771	-7

Fuente: BCE.
1) Los días operativos fueron 256 tanto en 2008 como en 2009.

horario de funcionamiento, fue del 99,99%. El nivel de disponibilidad solo se vio afectado por incidentes relacionados con servicios no críticos, mientras que la plataforma compartida única, por su parte, alcanzó el 100% en el período considerado. El 99,96% de los pagos gestionados en TARGET2 fueron procesados en menos de cinco minutos. Todos los participantes se mostraron muy satisfechos con el excelente funcionamiento del sistema.

En diciembre de 2009, 822 participantes directos mantenían una cuenta de liquidación bruta en tiempo real en el sistema TARGET2. El número total de entidades de crédito (incluidas sus filiales y sucursales) a las cuales puede accederse a través de TARGET2 en todo el mundo aumentó a unos 55.000 establecimientos. Por otra parte, TARGET2 liquidó las posiciones de efectivo de 69 sistemas vinculados.

COOPERACIÓN CON LOS USUARIOS DE TARGET2

El Eurosistema mantiene una estrecha relación con los usuarios de TARGET2 y en 2009 se celebraron reuniones periódicas entre los BCN de la zona del euro y los grupos nacionales de usuarios de TARGET2. Asimismo, tuvieron lugar reuniones trimestrales conjuntas del Grupo de Trabajo de TARGET2, el Eurosistema, y el Grupo de Trabajo de TARGET, de las asociaciones del sector bancario, en las que se debatieron cuestiones relacionadas con la

operativa de TARGET a escala paneuropea. Los aspectos estratégicos se abordaron en el Grupo de Contacto sobre la Estrategia de Pagos en Euros, un foro integrado por representantes de alto nivel de las entidades de crédito y de los bancos centrales.

GESTIÓN DE LAS NUEVAS ACTUALIZACIONES DEL SISTEMA

El Eurosistema se esfuerza por garantizar que todos los cambios que se produzcan en el ámbito de los grandes pagos queden reflejados en TARGET2. Esta atención continua en la evolución del sistema es necesaria para mejorar cada vez más el nivel de servicio de TARGET2 y responder a las necesidades de los participantes. Para lograr este objetivo, es preciso que todas las partes interesadas participen activamente en el proceso de gestión de las nuevas actualizaciones.

En general, las actualizaciones de TARGET2 se realizan anualmente y coinciden con las de los estándares SWIFT que se implementan en noviembre. La actualización anual de TARGET2 se desarrolla a lo largo de un período de 21 meses, con objeto de que todas las partes interesadas dispongan de tiempo suficiente para formular comentarios, establecer prioridades y realizar pruebas. La información se proporciona a los participantes en una fase temprana, a fin de que puedan planificar y presupuestar todas las modificaciones. En 2009 se realizaron dos nuevas actualizaciones. La primera, que entró en vigor el 11 de mayo, tenía por finalidad permitir la liquidación entre depositarios centrales de valores en la interfaz para sistemas vinculados. La segunda, que entró en vigor el 23 de noviembre, mejoró el módulo de información y control en tiempo real del sistema e introdujo el nuevo mensaje MT202COV, entre otras nuevas características.

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 las órdenes de pago que resulten directamente de operaciones de política monetaria del Eurosistema o que

estén relacionadas con las mismas. Cuando Eslovaquia adoptó el euro el 1 de enero de 2009, el Národná banka Slovenska y su comunidad nacional de usuarios se incorporaron al sistema TARGET2. En 2002, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó el derecho de los BCN de países no pertenecientes a la zona del euro a conectarse a TARGET en virtud del principio de «no obligación, no prohibición». Por lo tanto, para facilitar la liquidación de las operaciones en euros en sus países, los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro pueden participar también, de forma voluntaria, en TARGET. Desde un punto de vista legal y administrativo, cada banco central participante que esté conectado es responsable de gestionar su componente del sistema y de mantener las relaciones con sus participantes.

En febrero de 2010, tras realizar los preparativos necesarios y las pruebas correspondientes, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y su comunidad nacional de usuarios se conectaron a TARGET2. En la actualidad, 23 bancos centrales de la UE y sus respectivas comunidades nacionales de usuarios están conectados a TARGET2: los 17 bancos centrales de la zona del euro, incluido el BCE, y seis bancos centrales de países no pertenecientes a la zona⁴. Además, algunas instituciones financieras radicadas en otros países del Espacio Económico Europeo participan en TARGET2 por acceso remoto.

PRÓXIMOS DESARROLLOS

En noviembre de 2009, el Eurosistema finalizó la definición de los contenidos de la nueva actualización 4.0 del sistema, cuya implementación está prevista para el 22 de noviembre de 2010. Esta actualización contempla la posibilidad de que las pequeñas y medianas entidades de crédito, sobre todo, se puedan conectar a TARGET2 a través de Internet e incluye otras mejoras solicitadas por los usuarios. Por otro lado, los contenidos de la actualización 5.0, que entrará en funcionamiento en noviembre de 2011, se definirán en 2010 en colaboración con la comunidad de usuarios.

2.2 TARGET2-SECURITIES

T2S es el futuro servicio del Eurosistema para la liquidación de los valores en dinero de banco central, mediante el cual la liquidación de las operaciones transfronterizas con valores será tan sencilla y eficiente como la de las operaciones nacionales. Con T2S, será posible realizar la liquidación de casi todos los valores negociados en Europa, en una plataforma única, con un horario armonizado y utilizando una interfaz común y un formato de mensajes armonizado. T2S representa pues un gran avance hacia la integración de un mercado europeo de capitales. Por otra parte, aunque se trate de una iniciativa del Eurosistema, T2S efectuará la liquidación de las operaciones con valores no solamente en euros sino también en otras monedas, si el respectivo banco central, apoyado por su mercado, da su consentimiento.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto los beneficios de T2S. En primer lugar, T2S reducirá los costes de procesamiento de los participantes en el mercado y recortará de tal manera las tarifas de liquidación que se situarán en uno de los niveles más bajos del mundo. En segundo lugar, al utilizar complejos algoritmos de liquidación y mecanismos de reciclaje y de autocolateralización⁵, T2S incrementará notablemente la eficiencia de la gestión de los activos de garantía y de la liquidez de las entidades de crédito. En tercer lugar, al ampliar la liquidación bruta en tiempo real en dinero de banco central a toda Europa, T2S reducirá la exposición al riesgo financiero de los participantes en el mercado, especialmente en las operaciones transfronterizas. Además, T2S aplicará los mismos procedimientos avanzados de continuidad de negocio que TARGET2.

En 2009, los cuatro BCN encargados de desarrollar y operar la plataforma (el Deutsche Bundesbank, el Banco de España, la Banque

4 Bulgaria, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania y Polonia.

5 La autocolateralización es un mecanismo mediante el cual los valores que se transfieren (o se mantienen) pueden utilizarse como garantía con vistas a la obtención de crédito del banco central para la liquidación de la transferencia.

de France y la Banca d'Italia) trasladaron las necesidades de los usuarios, definidas en estrecha colaboración con los participantes en el mercado, a un formato técnico que servirá de base para el desarrollo del software. El conjunto de documentos técnicos, entre los cuales los más importantes son las especificaciones funcionales generales y el diseño técnico general, se publicó en noviembre de 2009.

Con el fin de asistir a los órganos rectores del BCE a llevar a buen término y a su debido tiempo el Programa de T2S y de reforzar la gestión interna del proyecto, en marzo de 2009 el Consejo de Gobierno decidió establecer el Consejo del Programa de T2S. Los bancos centrales del Eurosistema encomendaron también a este Programa la ejecución de determinadas tareas, de modo que pueda ser totalmente operativo y que actúe por cuenta de todo el Eurosistema. Aunque, en última instancia, las decisiones relativas a los aspectos estratégicos corresponderán al Consejo de Gobierno, el Consejo del Programa será responsable de la formulación de propuestas relativas a cuestiones clave, de la gestión diaria del Programa de T2S y de las relaciones con los participantes externos y con los cuatro BCN encargados de la creación de la plataforma.

El Consejo del Programa está integrado por ocho miembros nombrados por un período renovable de 18 meses: dos ex Directores Ejecutivos de DCV, cuatro representantes de BCN de la zona del euro, un representante de un BCN no perteneciente a la zona del euro y un alto directivo del BCE que actúa como presidente. Los puntos de vista expresados por los miembros del Consejo no reflejan las opiniones de sus instituciones respectivas, sino que estos representantes actúan exclusivamente en el interés del Eurosistema y del Programa de T2S. El 17 de septiembre de 2009, el Consejo de Gobierno aprobó el Código de Conducta y el Reglamento interno del Consejo del Programa de T2S.

Uno de los principales factores determinantes del éxito del proyecto será la consecución de una «masa crítica», en términos de volumen de

operaciones liquidadas en la plataforma cuando esta entre en funcionamiento. A este respecto se realizó un importante avance en julio de 2009, cuando el Eurosistema y 27 DCV de 25 países de Europa suscribieron el Protocolo de Cooperación de T2S. El Protocolo incluye no solo todos los DCV radicados en la zona del euro sino también nueve DCV de países no pertenecientes a la zona (Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Rumanía, Suecia, Reino Unido, Islandia y Suiza). Posteriormente, los DCV noruego y polaco anunciaron que suscribirían también el Protocolo de Cooperación, con lo que se llegó a un número total de 29 DCV. Además, los bancos centrales de Dinamarca, Suecia y Noruega han indicado que están interesados en realizar la liquidación en sus monedas nacionales a través de T2S. Aunque el Protocolo de Cooperación no obliga a los DCV a utilizar T2S cuando la plataforma entre en funcionamiento, representa una sólida base para negociar un acuerdo contractual entre los DCV y el Eurosistema, que se espera quede formalizado en el transcurso de 2010.

El proyecto T2S contribuirá de forma significativa a la armonización del complejo contexto de la postcontratación en Europa. La armonización rebajará los costes, fomentará la competencia y reducirá el riesgo⁶. La interfaz técnica común y el calendario único de liquidación de T2S, así como la adopción de los estándares del sector para los formatos de case y de mensaje, contribuirán notablemente a promover la armonización. A lo largo de 2009 prosiguieron los trabajos sobre la armonización de los procesos de case y liquidación en T2S y se aprobaron los estándares para el procesamiento de los eventos corporativos sobre las operaciones no liquidadas en la plataforma. Estos estándares también fueron aprobados por el Grupo Consultivo y de Seguimiento sobre Compensación y Liquidación II, de la Comisión Europea. Este grupo es la instancia responsable de eliminar las «barreras Giovannini» que afectan a la eficiencia de la compensación y liquidación.

6 Para más información, véase el artículo titulado «Harmonisation in the post-trading sector», en la próxima edición de la publicación del BCE «Financial integration in Europe».

2.3 PROCEDIMIENTOS DE LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA

Los activos admisibles pueden utilizarse para garantizar todas las operaciones de crédito del Eurosistema, no solo a escala nacional sino también de forma transfronteriza. Desde la introducción del euro, los activos de garantía transfronterizos se han estado utilizando de forma creciente. En diciembre de 2009, el importe de los activos de garantía transfronterizos (incluidos los activos negociables y no negociables) mantenidos por el Eurosistema aumentó hasta 866 mm de euros, frente a los 861 mm de euros registrados en el mismo mes del año anterior. En conjunto, a finales de 2009 los activos de garantía transfronterizos representaban el 38,2% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema.

La movilización transfronteriza de los activos de garantía en la zona del euro se lleva a cabo, principalmente, a través del modelo de corresponsalía 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.

SERVICIOS DE GESTIÓN DE ACTIVOS DE GARANTÍA DEL EUROSISTEMA

El MCBC sigue siendo el principal mecanismo para el movimiento transfronterizo de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de política monetaria y de crédito intradía que realiza el Eurosistema, representando en 2009 el 26,1% de los activos de garantía totales entregados al Eurosistema. Los activos mantenidos en custodia a través del MCBC se redujeron de 713 mm de euros a finales de 2008 a 569 mm de euros a finales de 2009.

Desde su puesta en marcha en 1999, el MCBC ha contribuido a la integración de los mercados financieros, al permitir a todas las entidades de contrapartida de la zona del euro acceder a todos los activos de garantía, tanto para utilizarlos en

las operaciones de política monetaria como para obtener liquidez intradía a través de TARGET2. Sin embargo, el MCBC fue ideado como solución provisional que se basa en el principio de armonización mínima. A fin de lograr un nivel más armonizado de servicio y una mayor integración de los mercados financieros, en 2008, el Eurosistema decidió poner en marcha una plataforma única denominada Gestión de Activos de Garantía de los Bancos Centrales (Collateral Central Bank Management — CCBM2). El Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y el De Nederlandsche Bank se harán cargo, en nombre del Eurosistema, del desarrollo y funcionamiento del CCBM2, con vistas a implantar el sistema antes o, a más tardar, al mismo tiempo que T2S.

El CCBM2 permitirá conseguir un mayor grado de armonización y eficiencia, al optimizar el coste de movilización de los activos de garantía. Los órdenes de pago se procesarán mediante un proceso automático de principio a fin, con lo que la entrega de todos los activos de garantía admisibles utilizados a escala nacional y transfronteriza generará la puesta a disposición del crédito correspondiente en TARGET2 en tiempo real. Este sistema avanzado ofrecerá a las entidades de contrapartida del Eurosistema, especialmente a las entidades de crédito que operan en varios países, la posibilidad de optimizar la utilización de sus activos de garantía y de mejorar su gestión de la liquidez, además de permitir a los bancos centrales realizar un seguimiento más estrecho de los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito.

Aunque el objetivo del CCBM2 es garantizar una gestión técnicamente consolidada de los activos de garantía, el sistema se aplicará de acuerdo con el principio de descentralización del acceso al crédito. La participación de los BCN de la zona del euro en el CCBM2 será voluntaria y se adoptará un enfoque modular que permitirá a los BCN elegir los módulos del CCBM2 que respondan mejor a sus propias necesidades y a las de su mercado. La plataforma será totalmente compatible con TARGET2 y T2S.

El Eurosistema está finalizando las especificaciones detalladas para los usuarios basadas en las necesidades de usuario aprobadas en 2008. El Eurosistema mantendrá un diálogo abierto con los participantes en el mercado en las fases siguientes del proyecto CCBM2.

ENLACES ADMITIDOS ENTRE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN DE VALORES NACIONALES

Los activos de garantía transfronterizos pueden también movilizarse utilizando enlaces entre SLV nacionales que permiten la transferencia transfronteriza de los valores admitidos entre estos sistemas. Una vez transferidos a otro SLV mediante estos enlaces, los valores se pueden utilizar de la misma manera que cualquier activo de garantía nacional, haciendo uso de los procedimientos locales. Los activos de garantía movilizados a través de estos enlaces disminuyeron desde 148 mm de euros en diciembre de 2008 hasta 116 mm de euros a finales de 2009, lo que representó el 5,1% de los activos totales (transfronterizos y nacionales) mantenidos por el Eurosistema en 2009. Por lo tanto, los enlaces se utilizan mucho menos frecuentemente que el MCBC.

Desde agosto de 2009, las entidades de contrapartida disponen de 54 enlaces directos y 7 enlaces en los que un tercer DCV actúa como intermediario, pero solo se utiliza activamente un número limitado de ellos. El descenso del número de enlaces directos desde los 60 registrados en 2008 puede atribuirse a la racionalización de los enlaces dentro de la red corporativa de un DCV internacional. Los enlaces solo pueden ser admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si satisfacen los estándares de usuario del Eurosistema (véase sección 4 del capítulo 3).

3 BILLETES Y MONEDAS

3.1 CIRCULACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS Y MANEJO DEL EFECTIVO

DEMANDA DE BILLETES Y MONEDAS EN EUROS

A finales de 2009, el número de billetes en euros en circulación alcanzó los 13.600 millones de unidades, por un importe de 806,4 mm de euros, lo que supuso un incremento del 4% en cuanto al número y del 5,7% en cuanto al importe, con respecto a los niveles de finales de 2008 (13.100 millones de billetes, por un valor de 762,8 mm de euros).

En 2009, el número de billetes en circulación permaneció en el nivel más alto de lo habitual en el que se había estabilizado desde octubre de 2008. Tras la quiebra de Lehman Brothers y la posterior intensificación de la crisis financiera, los activos mantenidos en las cuentas de ahorro se convirtieron en efectivo, lo que elevó el importe de los billetes en euros en circulación en unos 35 mm de euros a 40 mm de euros adicionales. Se observó, en particular, una fuerte demanda de billetes de alta denominación como depósito de valor. La demanda de billetes en euros aumentó especialmente en los países de Europa Oriental, en los que las monedas nacionales se depreciaron frente al euro. Los billetes en circulación adicionales no habían sido retirados a finales de 2009, lo que sugiere

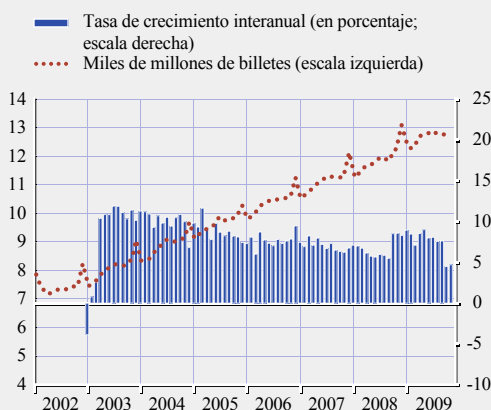
que están siendo atesorados tanto dentro como fuera de la zona del euro, debido a los actuales bajos tipos de interés que reducen el coste (en forma de pérdida de ingresos por intereses) de mantener efectivo. Como consecuencia del elevado número de billetes de 50, 100 y 500 euros en circulación, el valor medio de un billete en circulación se mantuvo en un nivel comparativamente alto a finales de 2009 (59,11 euros, frente a 58,15 euros al final del año precedente).

Las estadísticas de remesas netas de billetes en euros enviadas fuera de la zona del euro por las entidades de crédito de la zona sugieren que entre el 20% y el 25% del importe de los billetes en euros en circulación está en manos de no residentes en la zona del euro.

Los gráficos 52 y 53 reflejan la evolución del número y del importe total de los billetes en euros en circulación y presentan también las tasas de crecimiento interanual.

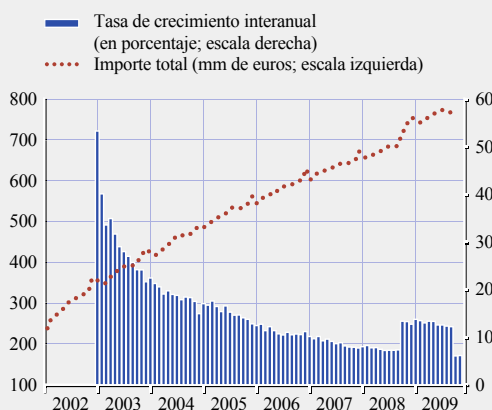
La denominación que experimentó el mayor crecimiento fue la del billete de 100 euros. En relación con el año anterior, el número de billetes de 100 euros en circulación había aumentado un 6,6% al final de 2009, seguido de los billetes de 500, 50 y 200 euros, cuyo número creció un

Gráfico 52 Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2009



Fuente: BCE.

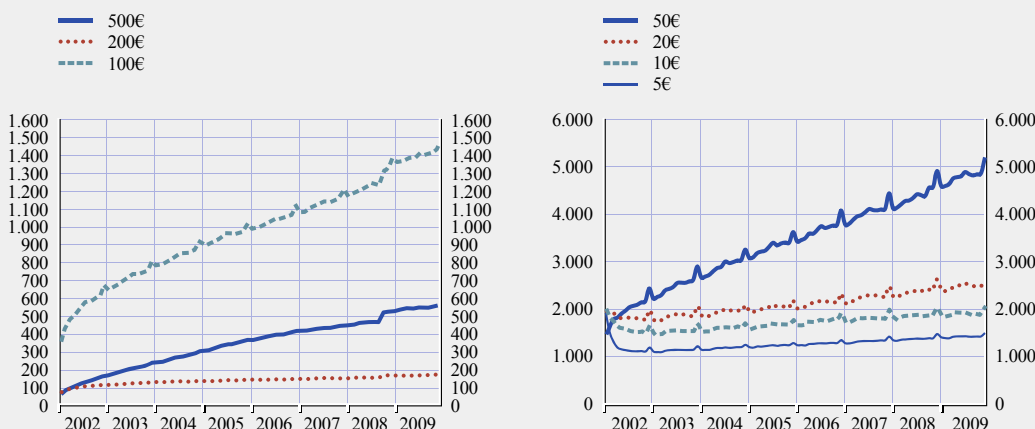
Gráfico 53 Importe de los billetes en euros en circulación entre 2002 y 2009



Fuente: BCE.

Gráfico 54 Número de billetes en euros en circulación entre 2002 y 2009, por denominaciones

(millones)



Fuente: BCE.

6,4%, un 5,9% y un 4,8%, respectivamente. El número de billetes de baja denominación en circulación se incrementó entre un 1% y un 3% (véase gráfico 54).

En 2009, el número total de monedas en euros en circulación (es decir, la circulación neta, excluidas las reservas de los BCN) creció un 6,2%, hasta los 87.500 millones de unidades, mientras que su importe se elevó un 4,5%, hasta los 21,3 mm de euros. La proporción de monedas de baja denominación (de 1, 2 y 5 céntimos) sobre el número total de monedas en circulación se mantuvo bastante estable, en el 60%.

TRATAMIENTO DE BILLETES EN EL EUROSISTEMA

En 2009, los BCN de la zona del euro pusieron en circulación 33.500 millones de billetes, y retiraron 33.000 millones de unidades. La frecuencia media de retirada⁷ de billetes en circulación disminuyó ligeramente, hasta 2,59. Así pues, la autenticidad de los billetes y su aptitud para volver a circular se comprobaron, en promedio, cada cuatro meses y medio en las máquinas de tratamiento de billetes totalmente automatizadas de los BCN de la zona del euro. Las frecuencias de los billetes de alta denominación, que son a menudo objeto de atesoramiento, fueron reducidas: 0,38 (500 euros), 0,60 (200 euros) y 0,81 (100 euros),

mientras que las de las denominaciones que se suelen utilizar para las operaciones fueron más elevadas: 2,02 (50 euros), 3,85 (20 euros) 4,47 (10 euros) y 2,64 (5 euros). Los BCN clasificaron unos 5.400 millones de billetes como no aptos para la circulación, y los sustituyeron. El porcentaje de billetes no aptos⁸ se mantuvo en torno al 16,4%, nivel próximo al 17% registrado el año precedente.

3.2 FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES

FALSIFICACIÓN DE BILLETES EN EUROS

En el transcurso de 2009, los Centros Nacionales de Análisis⁹ recibieron unos 860.000 billetes falsos en euros. En comparación con el número de billetes auténticos en circulación, la proporción de falsificaciones sigue siendo muy reducida. El gráfico 55 muestra la evolución a largo plazo del número de billetes falsos retirados de la circulación. Un análisis más detenido pone

7 Definida como el número total de billetes retirados por los BCN en un periodo dado, dividido por el número medio de billetes en circulación durante ese periodo.

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

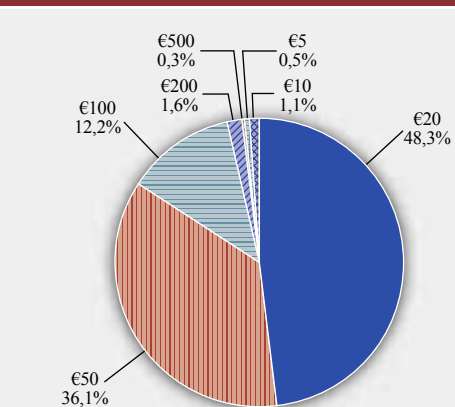
9 Centros establecidos en cada Estado miembro de la UE para el análisis inicial de los billetes falsos en euros a escala nacional.

Gráfico 55 Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación entre 2002 y 2009



Fuente: BCE.

Gráfico 56 Distribución de billetes falsos en euros en 2009, por denominaciones



Fuente: BCE.

de relieve que la tendencia al alza en la cantidad de billetes falsos, que había empezado a manifestarse en 2008, ha ido acompañada de un desplazamiento hacia las denominaciones más bajas en las preferencias de los falsificadores. La denominación más falsificada fue el billete de 20 euros, que representó casi la mitad del total de falsificaciones, seguido del billete de 50 euros, que supuso cerca de una tercera parte de las falsificaciones. El gráfico 56 muestra la distribución de las falsificaciones por denominaciones.

Aunque las actuales medidas de lucha contra la falsificación puestas en marcha por las autoridades europeas e internacionales permiten confiar plenamente en la seguridad del euro, esta confianza no debe convertirse en complacencia. El BCE sigue aconsejando al público que permanezca atento a la posibilidad de fraude, que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire» descrito en la dirección del BCE en Internet y que nunca se limite a examinar solamente uno de los elementos de seguridad.

El Eurosistema sigue desplegando los mayores esfuerzos por proporcionar a los ciudadanos y a los profesionales en el manejo del efectivo la información necesaria para que puedan reconocer un billete falso.

DISUASIÓN DE FALSIFICACIONES

El Eurosistema continúa participando activamente en los trabajos del Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de Falsificaciones (GBCDF), un grupo de trabajo que colaboran bajo los auspicios del G-10. Al igual que en años anteriores, una de las principales actividades del grupo sigue siendo la investigación de técnicas destinadas a impedir la reproducción ilícita de billetes. El BCE acoge al Centro Internacional para la Disuasión de Falsificaciones (CIDF), que ejerce de centro técnico para todos los miembros del GBCDF. Su principal función es prestar asistencia técnica y gestionar un sistema de comunicación centralizado que da servicio a todas las partes que trabajan en el ámbito de los sistemas de disuasión de falsificaciones. El CIDF mantiene también un sitio web¹⁰ que proporciona información y orientación sobre la reproducción de imágenes de billetes, así como enlaces con los sitios web nacionales.

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

¹⁰ Para más detalles, véase <http://www.rulesforuse.org>

actualizado como medida de apoyo a la lucha contra la falsificación, en la que el Eurosistema colabora estrechamente con Europol y la Comisión Europea.

MODIFICACIÓN DEL MARCO PARA EL RECICLAJE DE BILLETES

El Reglamento (CE) nº 44/2009 del Consejo, que entró en vigor el 23 de enero de 2009, modifica el Reglamento (CE) nº 1338/2001 del Consejo y obliga a las entidades de crédito, a los demás proveedores de servicios de pago y a los otros agentes económicos que participan en el tratamiento de billetes en euros a verificar su autenticidad de conformidad con el «Marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo» (también conocido como «Marco para el reciclaje de billetes»).

3.3 PRODUCCIÓN Y EMISIÓN DE BILLETES

ACUERDOS DE PRODUCCIÓN

En 2009 se asignó a los BCN la fabricación de un total de 10.900 millones de billetes en euros, en comparación con los 6.400 millones de unidades de 2008, reflejo de una mayor demanda interna, del papel cada vez más importante del euro como moneda internacional y de la moderación de la producción a largo plazo.

Cuadro 13 Asignación de la producción de billetes en euros en 2009

Denominación	Cantidad (millones de billetes)	BCN responsable de la producción
5€	1.118,1	FR, NL
10€	1.352,9	DE, GR, FR, AT
20€	4.228,3	DE, IE, GR, ES, FR, IT, CY, LU, MT, NL, PT, SI, FI
50€	2.958,5	BE, DE, ES, IT
100€	1.043,6	DE, IT, AT
200€	-	-
500€	240,0	DE
Total	10.941,4	

La asignación de la producción de billetes en euros continuó realizándose de manera descentralizada, con el procedimiento mancomunado adoptado 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. El cuadro 13 muestra la asignación de la producción en 2009.

EL PROGRAMA PILOTO DE CUSTODIA EXTERNA

En 2009, en el marco del programa piloto de custodia externa en Asia¹¹ se compraron billetes en euros por un importe de 5,3 mm de euros y se vendieron billetes por un valor de 1,1 mm de euros. Los depósitos incluidos en el programa piloto actual, que finalizará en enero de 2012, tienen su sede en Hong Kong y en Singapur. En el primer caso, la gestión de los depósitos está adjudicada a dos bancos comerciales y, en el segundo, a una unión temporal entre otros dos bancos comerciales. Este programa tiene por objeto facilitar la distribución internacional de billetes en euros y proporcionar datos estadísticos sobre su circulación fuera de la zona del euro, así como información sobre falsificaciones descubiertas en su región.

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

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

En particular, el Eurosistema avanzó en la implantación de un sistema electrónico de intercambio de datos con las entidades de crédito para ingresos y retiradas de efectivo, y el establecimiento de estándares de empaquetado de billetes para los servicios gratuitos de efectivo prestados por los BCN.

¹¹ Se denomina custodia externa a un depósito de efectivo mantenido en un banco comercial que se encarga de su custodia.

Los esfuerzos colectivos hacia un mayor grado de convergencia e integración permitirán a los participantes cosechar mayores beneficios de la moneda única y garantizarán a todos ellos un trato equitativo y una competencia leal.

LA SEGUNDA SERIE DE BILLETES EN EUROS

En 2009, el BCE prosiguió con el desarrollo de una nueva serie de billetes en euros, cuyo diseño se basará en el tema «Épocas y estilos de Europa» e incluirá los principales elementos gráficos de la primera serie de billetes. Así pues, aunque se modificarán algunos de los elementos gráficos, la segunda serie de billetes en euros seguirá guardando una estrecha relación con la primera serie. El nuevo diseño tiene por objeto incorporar elementos de seguridad que proporcionen la máxima protección contra la falsificación, al tiempo que permitan a los ciudadanos distinguir fácilmente un billete auténtico de uno falso. Otro factor a tener en cuenta es el coste de los materiales y de la producción de los billetes. El desarrollo de las matrices de originales para la producción de billetes, que comenzó en 2008, continuará en 2010.

Se está coordinando la actuación de todas las fábricas de papel e imprentas que participan en este proceso en la zona del euro, a fin de garantizar que puedan producir los nuevos billetes de acuerdo con unas especificaciones técnicas rigurosas. Al mismo tiempo, los principales participantes en el ciclo del efectivo están siendo consultados y se les está informando de los progresos realizados durante el proceso de desarrollo de los billetes. La puesta en circulación de la nueva serie se llevará a cabo a lo largo de varios años y la emisión de la primera denominación está prevista para dentro de unos años. El calendario exacto y la secuencia de emisión se determinarán más adelante. El Eurosistema informará al público con mucha antelación sobre las modalidades de introducción de los nuevos billetes. Los BCN canjearán los billetes en euros de la primera serie sin límite de tiempo.

4 ESTADÍSTICAS

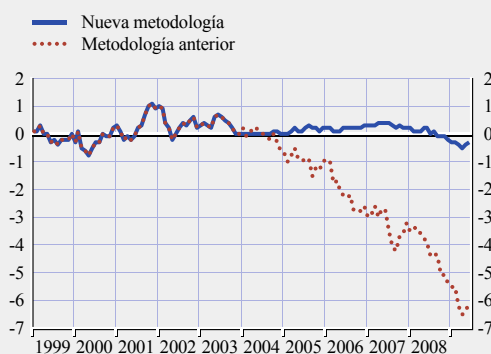
El BCE, en colaboración con los BCN, desarrolla, recoge, elabora y difunde una amplia gama de estadísticas que sirven de apoyo a la política monetaria de la zona del euro y a otras tareas del SEBC. Las estadísticas también son ampliamente utilizadas por las autoridades públicas, los participantes en los mercados financieros, los medios de comunicación y el público en general. En 2009, el proceso de elaboración y difusión de las estadísticas de la zona del euro siguió desarrollándose puntualmente y sin problemas, con los esfuerzos adicionales necesarios para incorporar un número relativamente alto de operaciones extraordinarias y otros cambios en los balances como resultado de la crisis financiera. En 2009 también se publicaron estadísticas mejoradas y armonizadas, tanto nacionales como de la zona del euro, sobre fondos de inversión y estadísticas del sector exterior. Asimismo, se publicaron los resultados de una nueva encuesta sobre acceso de las empresas de la zona del euro, especialmente de las pequeñas y medianas empresas (PYME), a la financiación. Otra novedad importante fue la adopción, por parte del Consejo de la UE, de un marco legal mejorado para la obtención de información estadística por el BCE. Finalmente, el BCE siguió contribuyendo a la armonización de los conceptos estadísticos en Europa y a la revisión de las normas estadísticas internacionales y europeas.

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

En noviembre de 2009 se publicaron por primera vez nuevas estadísticas armonizadas sobre los activos y pasivos de los fondos de inversión de la zona del euro¹². Este nuevo y exhaustivo conjunto de datos muestra con detalle información sobre los balances de dichos fondos desglosada por políticas de inversión, y es más puntual y pormenorizado que la versión anterior. En mayo de 2009 se publicó un manual metodológico sobre las estadísticas de los fondos de inversión. También prosiguieron las labores de preparación para declarar, a partir de principios de 2010, nuevas estadísticas del SEBC sobre los activos y pasivos de las

Gráfico 57 Errores y omisiones netos de la balanza de pagos de la zona del euro

(importes acumulados; I 1999 a II 2009; en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

sociedades instrumentales que participan en operaciones de titulización. Además, el SEBC complementó la lista de IFM de la UE publicando una lista adicional de 45.000 fondos de inversión en noviembre de 2009. Se prevé publicar, en el primer trimestre de 2010, una lista de las sociedades instrumentales que participan en operaciones de titulización.

En materia de estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, se aprobó una nueva metodología¹³ que elimina, en gran medida, los errores y omisiones, así como las asimetrías a nivel de la zona del euro (véase gráfico 57), lo que ha permitido mejorar significativamente estas estadísticas.

En septiembre de 2009, el BCE publicó, por primera vez, los resultados de una encuesta sobre el acceso de las empresas de la zona del euro a la financiación, realizada en colaboración con la Comisión Europea. Los primeros resultados de esta encuesta aportaron, sobre todo, evidencia cualitativa sobre las condiciones de financiación a las que se enfrentaron las PYME, en

¹² En aplicación del Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario).

¹³ Para más información sobre los cambios metodológicos introducidos, véase una nota publicada el 2 de noviembre de 2009 en la dirección del BCE en Internet.

comparación con las grandes empresas, durante el primer semestre de 2009. Los resultados de la encuesta se desglosan, por ejemplo, por tamaño de la empresa, tipo de actividad económica, país de la zona del euro al que pertenece y antigüedad.

El BCE siguió mejorando sus estadísticas de valores europeos a corto plazo (STEP) y comenzó a publicar estadísticas diarias sobre saldos vivos agregados y nuevas emisiones desglosadas por sector, plazo de vencimiento, calificación crediticia y moneda, además de los rendimientos y diferenciales diarios (véase también sección 3 del capítulo 3).

En 2009 prosiguieron las labores encaminadas a aumentar la puntualidad, la integridad y la coherencia de las cuentas trimestrales integradas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro,¹⁴ dado que dichas cuentas ayudan, entre otras cosas, a identificar riesgos interconectados y exposiciones al riesgo entre sectores en el contexto de las evaluaciones de la estabilidad financiera y de los análisis macroprudenciales.

4.2 OTRAS INNOVACIONES ESTADÍSTICAS

En octubre de 2009, el Consejo de la UE adoptó un Reglamento sobre la obtención de información estadística por el BCE¹⁵, en virtud de lo previsto en una recomendación del BCE publicada en septiembre de 2008. El Reglamento permite obtener información estadística para todo el conjunto de tareas que desempeña el SEBC (incluida su contribución a la estabilidad financiera) y para todo el sector de instituciones financieras de la zona del euro (incluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones). Además, respetando estrictas condiciones de confidencialidad, el nuevo marco jurídico permite el intercambio de datos confidenciales en el seno del SEBC y entre el SEBC y el Sistema Estadístico Europeo. En el contexto de la introducción del nuevo Reglamento, se amplió el compromiso del SEBC respecto a sus funciones estadísticas,

incorporando definiciones de los principios que rigen su producción de estadísticas. Asimismo, y en consonancia con este compromiso, se publicaron informes exhaustivos sobre la calidad en relación con las estadísticas de la zona del euro, de conformidad con el Marco estadístico de calidad del BCE y con los procedimientos de garantía de la calidad.

Se mejoró el marco jurídico del BCE para aumentar la eficiencia de la producción de estadísticas en todo el SEBC modificando y refundiendo la Orientación del BCE sobre las exigencias de información de las estadísticas de las finanzas públicas¹⁶.

Se continuó mejorando la difusión de las estadísticas, concretamente mediante la publicación de cuadros adicionales sobre estadísticas de la zona del euro y todos los datos nacionales correspondientes en las direcciones del BCE y de los BCN en Internet, así como con la incorporación de estadísticas adicionales en la sección Statistical Data Warehouse del BCE. Además, en el contexto de la estrategia de mejorar la comunicación del BCE con respecto a las estadísticas de la zona del euro, se pusieron a disposición de los usuarios más herramientas de visualización, por ejemplo, sobre tipos de cambio efectivos nominales, y se añadieron nuevos elementos al cuadro de mandos de la inflación.

Asimismo, el BCE siguió participando activamente en el desarrollo de las normas internacionales de estadística, como el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (publicado en agosto de 2009)¹⁷, la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos¹⁸ del FMI y la revisión en

14 El BCE y Eurostat publican conjuntamente estas cuentas de forma periódica desde el año 2007.

15 Reglamento (CE) n° 951/2009 del Consejo, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 2533/98 del Consejo.

16 Orientación BCE/2009/20 de 31 de julio de 2009 sobre las estadísticas de las finanzas públicas (refundición).

17 El Sistema de Cuentas Nacionales 2008 puede consultarse en el sitio web de la División de Estadística de Naciones Unidas (<http://unstats.un.org>).

18 La sexta edición del Manual de Balanza de Pagos puede descargarse del sitio web del FMI (<http://www.imf.org>).

curso del SEC 95. Junto con el BPI y el FMI, el BCE publicó también la primera parte de un manual sobre estadísticas de valores¹⁹.

Crisis and Information Gaps», presentado a los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-20 en noviembre de 2009²¹.

4.3 NECESIDADES ESTADÍSTICAS RESULTANTES DE LA CRISIS FINANCIERA

En 2009 se abordaron las necesidades recientemente identificadas, a fin de aumentar la transparencia de los mercados financieros y mejorar el marco estadístico para el análisis de la estabilidad financiera.

Además de mejorar la cobertura estadística del sector financiero, los trabajos se centraron en: i) aumentar la puntualidad de las estadísticas sobre tipos de interés; ii) proporcionar estadísticas más detalladas sobre valores y elaborar estadísticas sobre tenencias de valores; iii) mejorar la medición de los derivados de crédito, incluidos los seguros de riesgo de crédito (CDS), en estrecha colaboración con el BPI; iv) mejorar la elaboración de estadísticas sobre empresas de seguros y fondos de pensiones, y v) conciliar los requerimientos estadísticos y de supervisión a las entidades de crédito, en colaboración con el Comité de Supervisores Bancarios Europeos. Todos estos preparativos también permitirán al BCE ofrecer el apoyo estadístico necesario a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) desde el momento de su creación.

En el contexto de la cooperación internacional, el BCE participa en el Grupo Interinstitucional sobre Estadísticas Económicas y Financieras, junto con el BPI, la Comisión Europea (Eurostat), el FMI, la OCDE, Naciones Unidas y el Banco Mundial. El Grupo ha puesto en marcha y está perfeccionando gradualmente un sitio web²⁰ en el que pueden consultarse los Principales Indicadores Mundiales, con especial atención a las economías del G-20. El BCE también prestó asistencia a los expertos del FMI y a la secretaría del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) en la preparación del informe titulado «The Financial

¹⁹ El manual puede descargarse en el sitio web del FMI.

²⁰ Véase <http://www.principalglobalindicators.org>.

²¹ Disponible en el sitio web del Consejo de Estabilidad Financiera (<http://www.financialstabilityboard.org>).

5 INVESTIGACIÓN ECONÓMICA

Conforme al enfoque adoptado en todo el Eurosistema, el objetivo de la investigación en el BCE es: i) aportar resultados relevantes para el asesoramiento en materia de política monetaria y de otras funciones propias del Eurosistema, ii) mantener y utilizar modelos econométricos para efectuar previsiones económicas y comparar los efectos de políticas alternativas y iii) mantener el contacto con el mundo académico y con los investigadores, por ejemplo, mediante la publicación de los resultados de la investigación en revistas académicas con evaluación anónima y la participación y la organización de conferencias. En vista de los desafíos planteados por la crisis financiera y de lo que se ha aprendido de ella, el BCE inició una revisión plurianual de su programa de investigación en 2008, que continuó en 2009. Además, las perspectivas de asumir nuevas responsabilidades en lo que se refiere al apoyo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ha llevado al BCE a elaborar un nuevo programa de investigación, centrado en el desarrollo de herramientas para el análisis macroprudencial y del riesgo sistémico con fines de estabilidad financiera.

5.1 PRIORIDADES DE INVESTIGACIÓN Y RESULTADOS ALCANZADOS

En el BCE la investigación económica se lleva a cabo de forma descentralizada: todas las unidades de gestión desarrollan proyectos de investigación según sus necesidades y experiencia. La Dirección General de Estudios se encarga de coordinar la investigación además de producir sus propios trabajos. Su director general preside el Comité de Coordinación de la Investigación, que se ocupa de que la investigación efectuada en el BCE esté de acuerdo con las necesidades de la institución y de sus procedimientos en materia de política monetaria. Cada año el Comité establece las áreas prioritarias y orienta la investigación hacia esas áreas.

En 2009 las prioridades fueron prácticamente las mismas que en 2008: predicción y desarrollo

de modelos; mejora del análisis monetario, comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria; estabilidad financiera; eficiencia del sistema financiero europeo; cuestiones relativas a los sistemas de pago y liquidación, vínculos internacionales y temas fiscales. A pesar de estas prioridades, y como consecuencia de la crisis financiera, la investigación se centró en cuestiones financieras en mayor medida que en el año anterior.

El área de prioridad relativa a la predicción y al desarrollo de modelos abarca todos los trabajos de investigación y de desarrollo de herramientas emprendidos con el fin de respaldar el análisis económico y las predicciones, esto último en concreto en el contexto de las proyecciones del Eurosistema/SEBC. En 2009 se exploraron una variedad de extensiones del nuevo modelo general para el conjunto de la zona (NAWM) —que constituye una herramienta de predicción fundamental para las proyecciones elaboradas por el Eurosistema/SEBC—, tales como la incorporación de modelos del sector financiero y de la política fiscal. La estructura del modelo base podría revisarse en el futuro a la luz de los resultados de estos proyectos. También se siguió desarrollando el modelo Christiano-Motto-Rostagno, y se empleó en distintos ejercicios de política económica centrados en el comportamiento de los mercados financieros. Ambos son ejemplos de los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico que se utilizan cada vez más en los bancos centrales para el asesoramiento en materia de política monetaria. En 2009, los economistas del BCE en colaboración con los BCN del SEBC desarrollaron un nuevo modelo de este tipo para abordar temas de política internacional. Entre los modelos macroeconómicos más tradicionales, se revisó el modelo multipaís —que modeliza los países más grandes de la zona del euro y sus relaciones comerciales— para incluir mecanismos explícitos de expectativas. Esta nueva versión del modelo se introdujo a lo largo del año en los procedimientos de política monetaria. Continúo la investigación sobre los instrumentos de predicción a corto plazo, que se centró en el desarrollo de herramientas mediante

el empleo de técnicas bayesianas y de factor dinámico. Se inició asimismo un proyecto de diseño de instrumentos para medir el producto potencial.

La investigación sobre el análisis monetario giró en torno al desarrollo y utilización de herramientas cuantitativas para evaluar la evolución monetaria, y se hizo hincapié en la provisión de elementos analíticos para la preparación de decisiones de política monetaria. El trabajo se centró en comprender el papel del dinero y del crédito en la economía. Estos temas se debatieron a lo largo del año en un foro interno de investigación²².

En cuanto al mecanismo de transmisión de la política monetaria, en 2009 se iniciaron nuevos proyectos sobre una diversidad de temas: dinámica del precio de los activos y primas de riesgo; el papel del sector bancario; las decisiones financieras de las sociedades no financieras; y el impacto de las características específicas de un país sobre el mecanismo de transmisión. Los proyectos que continuaron del año anterior son: la red de investigación sobre dinámica salarial (Wage Dynamics Network), una red de investigación del SEBC²³ que analiza el comportamiento de los salarios en 17 países de la UE; la red sobre la situación financiera y el consumo de las familias (Household Finance and Consumption Network), una red del Eurosistema que recoge y analiza información microeconómica sobre una amplia gama de decisiones tomadas por los hogares en relación con la tenencia de activos reales y financieros, el endeudamiento, las actitudes con respecto al riesgo, el empleo, los ingresos, las pensiones, las transferencias intergeneracionales, los regalos, el consumo y el ahorro; y un foro de investigación del BCE sobre las políticas de comunicación de los bancos centrales.

También se estudiaron los vínculos entre estabilidad financiera y política monetaria, centrándose en la evolución de los indicadores de estabilidad financiera y en el impacto de los problemas de estabilidad financiera sobre la ejecución de la política monetaria. En concreto,

se dieron por terminados los trabajos relativos al análisis de la dinámica del crédito y de los mercados monetarios. Esta línea de investigación examinó la conveniencia y la viabilidad del principio de «ir en contra de lo que indicarían los fundamentos», es decir, de contrarrestar el crecimiento, potencialmente costoso, del precio de los activos, así como la respuesta de liquidez óptima en épocas de crisis financieras.

La investigación sobre la eficiencia del sistema financiero incluyó dos redes conjuntas con el Center for Financial Studies (CFS), un instituto independiente de investigación perteneciente a la Universidad de Fráncfort. Estas redes se centran en la integración y el desarrollo de servicios financieros al por menor y en la modernización financiera.

Por lo que se refiere a los sistemas de pago y de liquidación, el BCE inició trabajos de investigación sobre la zona única de pagos en euros y sobre TARGET2 dentro de una red para el análisis económico de los pagos (Payment Economics Network). En esta red participan el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, el Banco de la Reserva Federal de Chicago, el Banco de Canadá, De Nederlandsche Bank e investigadores del mundo académico, y su función es promover el conocimiento de los trabajos realizados sobre los sistemas de liquidación de valores y de pago. En el sitio web de la red²⁴ figuran enlaces a documentos de trabajo, documentos de política relevantes e información sobre conferencias pasadas y futuras, así como sobre proyectos de investigación en ese campo.

Dada la prioridad que, en materia de investigación, se asigna a los asuntos internacionales, los principales puntos de interés fueron la globalización, los vínculos financieros

22 Los foros de investigación son canales oficiales internos para compartir experiencias y resultados de la investigación realizada en el BCE sobre un tema en concreto.

23 Las redes de investigación coordinan la investigación de los economistas del Eurosistema/SEBC y contribuyen a difundir los resultados. En ellas pueden participar investigadores externos.

24 <http://www.paymenteconomics.org>

y comerciales, y el papel internacional del euro. La globalización y los vínculos financieros y comerciales fueron el objeto de dos foros de investigación del BCE. El trabajo sobre el papel internacional del euro se centró en el análisis de la composición de las reservas exteriores en los distintos países, el efecto de las monedas internacionales sobre los diferenciales de renta y la transmisión del tipo de cambio, y la relación entre el tipo de cambio y los precios de las materias primas mundiales. Además, se siguió trabajando en la extensión internacional del NAWM. En cuanto a los temas fiscales, se continuó trabajando en el desarrollo de herramientas para el seguimiento y el análisis de las finanzas públicas, así como en su eficiencia y sostenibilidad.

5.2 DIFUSIÓN DE LA INVESTIGACIÓN: PUBLICACIONES Y CONFERENCIAS

Como en años anteriores, los resultados de la investigación llevada a cabo por los expertos del BCE se publicaron en la serie de documentos de trabajo del BCE y en la de documentos ocasionales. En 2009 se publicaron 156 documentos de trabajo y 8 documentos ocasionales. Los economistas del BCE escribieron un total de 116 documentos de trabajo, mucho de ellos en colaboración con economistas del Eurosistema, y los restantes fueron elaborados por investigadores externos que intervinieron en conferencias y seminarios, que participaron en redes de investigación, o que trabajaron en el BCE durante un período prolongado con el fin de concluir sus proyectos de investigación. Como es norma habitual, se espera que la mayoría de los documentos se publiquen finalmente en revistas académicas de prestigio con evaluación anónima. En 2009 los economistas del BCE publicaron 92 artículos en revistas de esta naturaleza.

El Boletín de Investigación (Research Bulletin) es una publicación periódica del BCE que se emplea para difundir los trabajos de investigación que son de interés para un público más amplio. El Boletín de marzo de 2009 se

centró en la influencia del sector bancario y del crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, las propiedades del ciclo económico de la zona del euro y la utilización de la liquidez a escala mundial como indicador de alerta temprana de los ciclos de expansión y recesión.

El BCE organizó por cuenta propia o en colaboración con otras instituciones varias conferencias y seminarios sobre temas de investigación. Algunas de las conferencias las organizó en conjunción con el Centre for Economic Policy Research (CEPR), el Banco de Pagos Internacionales (BPI) y otros bancos centrales, tanto del Eurosistema como ajenos a este. Además, se organizaron un gran número de reuniones y seminarios para difundir los resultados de la investigación dentro del BCE. Al igual que en años anteriores, la mayor parte de las conferencias y los seminarios estuvieron relacionados con áreas específicas incluidas en las prioridades de investigación; sus programas y los trabajos presentados pueden consultarse en el sitio web del BCE.

Los seminarios y conferencias trataron de una amplia gama de cuestiones. Tres de ellos, uno organizado conjuntamente con el Banco de Pagos Internacionales y otro con el Center for Financial Studies, giraron en torno a los vínculos entre estabilidad financiera y política monetaria. En otras dos conferencias se abordaron distintos aspectos del funcionamiento de los mercados monetarios y de los mercados de pagos al por menor. En junio de 2009 se organizó una conferencia junto con el Banco de Canadá sobre tipos de cambio. Por último, en diciembre se celebró una conferencia del BCE/CEPR sobre cuestiones relativas al mercado de trabajo. La Reserva Federal y el BCE organizaron dos conferencias en octubre, una en Washington y la otra en Fráncfort, para preparar la actualización del «Handbook of Monetary Economics».

Un mecanismo adicional, ya arraigado, para difundir los resultados de la investigación fue la organización de series de seminarios, dos de las

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

6 OTRAS TAREAS Y ACTIVIDADES

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

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

El ejercicio de supervisión correspondiente a 2009 confirma que las disposiciones de los artículos 123 y 124 del Tratado y de los Reglamentos del Consejo de la CE relacionados fueron respetados, en líneas generales, durante el período de referencia.

6.2 FUNCIONES CONSULTIVAS

El apartado 4 del artículo 127 del Tratado dispone que el BCE sea consultado acerca de cualquier propuesta de acto jurídico de la UE o de proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia²⁵. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en su sitio web. Los dictámenes del BCE sobre propuestas de legislación de la UE también se publican en el Diario Oficial de la UE.

En 2009, el BCE emitió 100 dictámenes: 11 en respuesta a consultas formuladas por las instituciones de la UE y 89 en respuesta a consultas formuladas por las autoridades nacionales. En 2008 se efectuaron 92 consultas. En uno de los anexos a este Informe Anual figura una lista de los dictámenes adoptados en 2009 y principios de 2010.

Cabe destacar, en particular, los dos dictámenes siguientes emitidos a solicitud del Consejo de la UE. Estos dictámenes se refieren al paquete legislativo sobre la reforma de la supervisión financiera por la que se aplican las recomendaciones del Grupo Larosière.

Como parte de este paquete, la Comisión Europea adoptó una propuesta de reglamento relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), así como una propuesta de decisión del Consejo por la que se confía al BCE una serie de cometidos específicos en relación con el funcionamiento de la JERS. En el dictamen emitido acerca de estas propuestas²⁶, el BCE expresó su apoyo general al marco jurídico propuesto para la JERS y manifestó que está dispuesto a asumir las funciones de la Secretaría de la JERS y a proporcionar el apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico, apoyándose en el asesoramiento técnico de los

²⁵ De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido, DO C 115, de 9.5.2008, p. 284.

²⁶ CON/2009/88.

BCN y de los supervisores. Como se afirma en el dictamen, la participación del BCE y del SEBC en la JERS no cambiará el objetivo principal del SEBC conforme al apartado 1 del artículo 127 del Tratado, que es mantener la estabilidad de precios. En el dictamen, el BCE también expresó su apoyo por la manera en que la Comisión abordaba una serie de temas, a saber, el procedimiento de emisión y seguimiento de avisos y recomendaciones sobre riesgos, la composición del Comité Director de la JERS, la adopción de los mismos procedimientos para la elección del presidente y del vicepresidente de la JERS, la participación del presidente y del vicepresidente del BCE en la Junta General de la JERS, con derecho de voto, y la cuestión de invitar a ciertos países no pertenecientes a la UE a asistir a algunas de las reuniones de la JERS o de sus comités técnicos (para más detalles sobre la JERS, véase el recuadro 8).

La segunda parte del paquete mencionado se refiere a las propuestas de reglamentos de la Comisión por los que se crean tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión microprudencial (AES): la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*). En su dictamen sobre estas propuestas²⁷, el BCE acogió con satisfacción el marco institucional propuesto, así como el establecimiento de un código europeo común aplicable a todas las instituciones financieras. EL BCE expresó su fuerte apoyo al establecimiento de arreglos institucionales eficientes para la cooperación entre las AES y la JERS y a la estrecha colaboración con la JERS en el nuevo marco institucional microprudencial. El BCE sugirió algunas modificaciones con vistas a eliminar cualquier obstáculo a la circulación de información entre la JERS y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros y garantizar la adecuada participación institucional del BCE y, cuando proceda, de los BCN del SEBC, en relación con las AES y los nuevos comités. EL BCE también concluyó que cuando conforme al derecho interno un BCN es la autoridad competente en materia de supervisión, el desempeño de esta función no puede constituir

un caso de financiación monetaria que está prohibida. En la medida en que la financiación de cada AES consista, en particular, en contribuciones obligatorias de las autoridades nacionales competentes en materia de supervisión, esta conclusión también es aplicable en el caso de que un BCN contribuya a los ingresos de las AES, lo que, en tales circunstancias, significaría únicamente que el BCN financia el desempeño de sus propias funciones supervisoras.

Con anterioridad a sus dictámenes sobre la reforma anterior, el BCE emitió un dictamen²⁸ acerca de una propuesta de directiva por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis. En su dictamen, el BCE, y en relación con la aplicación de la política monetaria, pidió precaución a la hora de diseñar las medidas para limitar las exposiciones interbancarias, con el fin de que tales medidas no entorpecieran el correcto flujo de liquidez en el mercado interbancario. Además, el BCE analizó diversas cuestiones relacionadas con la aplicación de la legislación bancaria europea, la gestión de la liquidez, el intercambio de información entre los bancos centrales y las autoridades supervisoras, los colegios de supervisores y el mandato europeo de los supervisores nacionales con respecto a la estabilidad financiera, así como las medidas propuestas sobre adecuación de capital y gestión de riesgos en relación con la titulización.

El BCE también emitió un dictamen²⁹ acerca de una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de

* Nota del Traductor: AES – Autoridades Europeas de Supervisión (ESAs – European Supervisory Authorities): Autoridad Bancaria Europea (EBA – European Banking Authority); Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority) y Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA – European Securities and Markets Authority).

27 CON/2010/5.

28 CON/2009/17.

29 CON/2009/38

calificación crediticia. El BCE, si bien acogió con satisfacción el reglamento propuesto, formuló una serie de comentarios detallados relacionados, entre otros aspectos, con el derecho del Eurosistema en virtud de los Estatutos del SEBC de definir los criterios de elevada calidad crediticia aplicables a los activos admisibles en las operaciones de política monetaria y de determinar las condiciones de utilización de las calificaciones crediticias en las operaciones de los bancos centrales. El BCE también sugirió que se eximieran del reglamento propuesto los sistemas internos de evaluación del crédito de los BCN, y afirmó que era necesario abordar adecuadamente la interacción entre el régimen para las agencias de calificación crediticia establecido en el reglamento propuesto y el proceso de reconocimiento de las agencias externas de evaluación del crédito de evaluación del crédito (ECAI) establecido en la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición)³⁰. El BCE subrayó la importancia de que se establezcan cauces adecuados entre las autoridades competentes y los bancos centrales y realizó una serie de recomendaciones sobre la propuesta de creación de un registro central por parte del Comité de Reguladores Europeos de Valores. En cuanto a la responsabilidad de la autorización y supervisión directa de las agencias de calificación crediticia, el BCE señaló que el papel del Comité de Reguladores Europeos de Valores debería revisarse a la luz de la aplicación de las recomendaciones del Grupo Larosière.

En 2009, el BCE respondió a un número sin precedentes de consultas de las autoridades nacionales, lo que es atribuible, en gran medida, a la crisis financiera y a un aumento de la actividad legislativa relacionada con los mercados financieros. Algunos dictámenes trataban de cuestiones relativas a los BCN, como las modificaciones de los Estatutos de los BCN de Bélgica, Bulgaria, Irlanda, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Eslovaquia y España³¹. Algunas de las consultas se referían

a las normas que rigen la distribución de los beneficios³², en cuyo contexto el BCE subrayaba que los Estados miembros estaban obligados a salvaguardar la independencia institucional y financiera de sus BCN. Como se mencionaba en el dictamen sobre las modificaciones del Estatuto del Lietuvos bankas, esta salvaguardia es especialmente importante en períodos de crisis y, aunque el objetivo del proyecto de ley podría ser reforzar la estabilidad y la credibilidad del sistema financiero, cambios ad hoc que reflejen las necesidades particulares de determinados accionistas no serían compatibles con el Tratado ni con los Estatutos del SEBC. Además, en relación con la independencia de los bancos centrales, el BCE emitió dos dictámenes relativos a un Decreto-ley italiano sobre la tributación de las reservas de oro de la Banca d'Italia³³. El BCE señaló que las disposiciones tendrían como resultado la transferencia de recursos financieros de la Banca d'Italia a los presupuestos generales del Estado y que cualquier transferencia, ya tomara la forma de distribución de los beneficios o cualquier otra equivalente, tendría que cumplir las limitaciones impuestas por el Tratado, en concreto, el principio de independencia de los bancos centrales conforme al artículo 130 y la prohibición relativa a la financiación monetaria conforme al apartado 1 del artículo 123.

Por lo que se refiere a cuestiones relacionadas con el personal, el BCE emitió dictámenes sobre un proyecto de orden aplicable a los empleados del Deutsche Bundesbank³⁴ y sobre proyectos de ley de Irlanda y de Letonia aplicables a los funcionarios públicos, incluido el personal de los BCN³⁵. Al igual que en dictámenes anteriores, el BCE subrayó la importancia de la autonomía de los BCN, queriendo decir con ello, entre otras cosas, que el Gobierno no puede

30 DOJ L 177, de 30.6.2006, p. 1.

31 CON/2009/4, CON/2009/90, CON/2009/13, CON/2009/89, CON/2009/53, CON/2009/26, CON/2009/40, CON/2009/83, CON/2009/44, CON/2009/67, CON/2009/75, CON/2009/85 y CON/2009/96.

32 CON/2009/4, CON/2009/26, CON/2009/53, CON/2009/83 y CON/2009/85.

33 CON/2009/59 y CON/2009/63.

34 CON/2009/45.

35 CON/2009/15 y CON/2009/47.

influir en la política de un BCN relativa a sus empleados. Si bien, en los casos de Irlanda y de Letonia, se reconoció la dificultad de las circunstancias económicas y la necesidad de estabilizar las finanzas públicas, el BCE también afirmó que los Estados miembros no podrían obstaculizar la capacidad de un BCN para contratar y retener el personal cualificado necesario para desempeñar de manera independiente las funciones a él asignadas por el Tratado y por los Estatutos del SEBC.

En cuanto a los sistemas de pago y de liquidación, el BCE fue consultado sobre varios proyectos de ley relativos, entre otros aspectos, a las entidades de pago, la vigilancia de los sistemas de pago y de liquidación, los requisitos operativos de los proveedores de servicios de compensación y las normas para los operadores de los sistemas de compensación y de liquidación³⁶. En el contexto de un proyecto de ley finlandés por el que se modifica la legislación del mercado de valores³⁷, en particular en lo que se refiere a la autorización y a las operaciones de entidades extranjeras de compensación, el BCE hizo referencia a su política relativa a la ubicación de las infraestructuras, que se basa en la premisa de que el Eurosistema necesita conservar, en todo momento, el control último del euro. Por consiguiente, tanto desde una perspectiva general como de riesgo sistémico, el Eurosistema no podría, por cuestión de principios, aceptar que las infraestructuras ubicadas fuera de la zona del euro pudieran convertirse en importantes infraestructuras que procesaran el euro. El BCE repitió esta opinión sobre su política relativa a la ubicación de las infraestructuras en un dictamen emitido por iniciativa propia sobre un proyecto de ley holandés referente a la supervisión de los servicios de compensación y liquidación³⁸.

En lo que se refiere a los billetes, el BCE fue consultado en relación con un proyecto de ley checo sobre la circulación de billetes y monedas, entre otros aspectos. En su dictamen³⁹, el BCE efectuó aclaraciones relativas a los costes ocultos de la aceptación de efectivo. El BCE afirmó que los billetes y monedas que se consideran de «curso legal» deben aceptarse

a su valor nominal para el pago de bienes y servicios, y que la imposición de una comisión por el uso del efectivo lo pondría en desventaja frente a otros instrumentos de pago.

El BCE fue consultado sobre el marco jurídico para la elaboración de estadísticas de Luxemburgo y sobre el papel del BCN en el ámbito de las estadísticas de balanza de pagos y de cuentas financieras⁴⁰, así como sobre la organización y el funcionamiento de las estadísticas oficiales en Rumanía⁴¹. El BCE subrayó que el marco estadístico debería tener como objetivo optimizar la calidad y la disponibilidad de las estadísticas oficiales, al tiempo que se preserva la independencia de los BCN.

En el contexto de la crisis financiera mundial, el BCE emitió una gran número de dictámenes⁴², al igual que en 2008, sobre las medidas nacionales de rescate relativas a los avales públicos para las instituciones financieras, la recapitalización de bancos, el apoyo especial a los sistemas de garantía de depósitos y, sobre todo en el segundo semestre del año, el establecimiento de sistemas para la gestión de activos deteriorados (como los de Alemania e Irlanda⁴³). El BCE llegó a la conclusión de que los nuevos sistemas propuestos, o la ampliación de sistemas previos introducidos en 2008, permitían la aplicación de la política monetaria única y salvaguardaban la independencia de los BCN. Además, se constató que los

36 Véase, por ejemplo, CON/2009/9, CON/2009/21, CON/2009/27, CON/2009/36, CON/2009/40, CON/2009/43, CON/2009/46, CON/2009/55, CON/2009/75 y CON/2009/98.

37 CON/2009/66.

38 CON/2009/84.

39 CON/2009/52.

40 CON/2009/7.

41 CON/2009/42.

42 CON/2009/2, CON/2009/3, CON/2009/6, CON/2009/10, CON/2009/11, CON/2009/12, CON/2009/16, CON/2009/18, CON/2009/19, CON/2009/20, CON/2009/22, CON/2009/24, CON/2009/25, CON/2009/26, CON/2009/28, CON/2009/29, CON/2009/30, CON/2009/31, CON/2009/32, CON/2009/34, CON/2009/39, CON/2009/48, CON/2009/49, CON/2009/51, CON/2009/53, CON/2009/54, CON/2009/56, CON/2009/58, CON/2009/62, CON/2009/65, CON/2009/68, CON/2009/73, CON/2009/78, CON/2009/79, CON/2009/82, CON/2009/83, CON/2009/86, CON/2009/92, CON/2009/93 y CON/2009/99

43 CON/2009/54 y CON/2009/68

sistemas cumplían la prohibición relativa a la financiación monetaria, en particular en todos los casos en que las operaciones de rescate previstas contemplaban el desempeño de una función para los BCN respectivos.

A finales de 2009, el BCE fue consultado acerca de proyectos de ley⁴⁴ de Bélgica, Francia y Hungría⁴⁵ que incluían disposiciones sobre el establecimiento de comités nacionales de estabilidad financiera y de riesgo sistémico. El BCE señaló que tales comités podrían reforzar la capacidad de los BCN y de las autoridades supervisoras para proporcionar apoyo analítico a la JERS. El BCE también indicó que sería necesario desarrollar las sinergias apropiadas y evitar que se encomendara a dichos comités nacionales tareas y competencias que pudieran entrar en conflicto con las de la JERS. Además, los marcos jurídicos de los comités citados deberían reflejar de forma adecuada el papel de los bancos centrales y no deberían limitar la independencia de los gobernadores de los BCN o afectar indebidamente a la calidad y la imparcialidad de sus contribuciones como miembros de la JERS. Por último, en vista de la importancia de lograr la efectividad de los mecanismos de supervisión macroprudencial a escala de la UE, el BCE llegó a la conclusión de que sería esencial salvaguardar la capacidad de la JERS de desempeñar sus tareas de manera independiente y garantizar un canal oficial y efectivo para la transmisión de los avisos y las recomendaciones emitidos por la JERS.

Al igual que en 2008 se incluye también en el Informe Anual información relativa a los casos más claros e importantes de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre propuestas de actos jurídicos de la UE o proyectos de disposiciones legales nacionales. El BCE considera que «claro» hace referencia a los casos sobre los que no existe duda alguna desde el punto de vista jurídico respecto a que el BCE debería haber sido consultado, e «importante», aquellos casos i) en que, si se hubiera consultado al BCE, esta institución habría realizado numerosos comentarios

críticos sobre el contenido de la propuesta legislativa; o ii) que son de importancia general para el SEBC.

En 2009, el BCE contabilizó 12 casos de incumplimiento de la obligación de consultar sobre proyectos de disposiciones legales nacionales, incluidos dos casos en los que el BCE emitió un dictamen por iniciativa propia. De estos 12 casos de incumplimiento, los once siguientes se consideraron claros e importantes.

En primer lugar, el BCE decidió emitir un dictamen por iniciativa propia sobre las medidas de apoyo financiero irlandesas propuestas en la Ley de interés público de 2009⁴⁶, ya que el proyecto de ley afectaba directamente al Central Bank and Financial Services Authority of Ireland y también daba lugar a serias preocupaciones sobre la independencia del banco central, especialmente, a la independencia personal, un tema de importancia general para el SEBC.

El segundo dictamen emitido por iniciativa propia estaba relacionado con el proyecto de ley holandesa sobre la introducción de la supervisión prudencial de las entidades de compensación y liquidación. El BCE había sido consultado en 2007 sobre un proyecto anterior, que, sin embargo, no incluía disposiciones relativas a las entidades de compensación y liquidación establecidas en otro Estado. Dado que estas nuevas disposiciones eran numerosas y concernían, entre otros aspectos, a la política de ubicación de las infraestructuras del BCE, que se ha mencionado anteriormente, el BCE decidió emitir un dictamen por iniciativa propia.

44 .En el dictamen sobre el proyecto de disposición legal de Hungría (CON/2010/10), el BCE también recordó a las autoridades húngaras que debían consultar al BCE en la etapa adecuada del proceso legislativo, con el fin de que BCE disponga de tiempo suficiente para examinar las disposiciones del proyecto de ley y adoptar su dictamen, permitiendo asimismo a las autoridades nacionales competentes tomar un consideración el dictamen del BCE antes de que se aprueben las disposiciones.

45 CON/2010/3, CON/2010/7 y CON/2010/10.

46 CON/2009/15.

El proyecto de ley húngaro relativo a los proveedores de servicios de pago se refería principalmente a la aplicación de la Directiva 2007/64/CE. No obstante, también contenía disposiciones relativas, en particular, al Magyar Nemzeti Bank y al principio de independencia de los bancos centrales y, por lo tanto, era de importancia general para el SEBC. Aunque no se consultó al BCE, el proyecto de ley fue modificado a lo largo del proceso legislativo en lo que respecta a cuestiones sobre las que probablemente el BCE habría realizado comentarios críticos. En otro caso referente a Hungría, el proyecto de ley relativo, entre otros aspectos, a las funciones del Magyar Nemzeti Bank, a la estructura y al régimen jurídico de la Autoridad de Supervisión Financiera de Hungría, y a la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, fue enviado al BCE para consulta, pero se promulgó antes de que el BCE hubiera podido responder a la solicitud de consulta⁴⁷.

El BCE no fue consultado acerca de un proyecto de ley eslovaco en materia de moneda que introdujo, entre otros aspectos, y por un período limitado, la prohibición de aplicar comisiones o medidas similares a los depósitos en efectivo por parte de las entidades de crédito. Dado que el proyecto de ley plantea cuestiones relacionadas con las monedas en euros en el contexto de la introducción de la moneda única, es de importancia general para el SEBC.

Por último, con respecto a las medidas de rescate adoptadas por los Estados miembros durante la crisis financiera, el BCE no fue consultado en seis casos por las autoridades belgas, finlandesas, letonas, suecas, húngaras y griegas. El BCE considera que la legislación relativa a la crisis es de importancia general para el SEBC. No obstante, el BCE fue consultado sobre la inmensa mayoría de medidas de rescate, de modo que los casos sobre los que no se le consultó fueron relativamente escasos y se referían principalmente a legislación por la que se modificaban o ampliaban medidas sobre las que el BCE ya había sido consultado.

6.3 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO DE LA UNIÓN EUROPEA

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 21.2 de los Estatutos del SEBC y en el artículo 9 del Reglamento (CE) n° 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, modificado por el Reglamento (CE) n° 431/2009 del Consejo, de 18 de mayo de 2009, el BCE continúa siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo concluidas por la UE con arreglo al mecanismo de ayuda financiera a medio plazo según establece la Decisión BCE/2003/14, de 7 de noviembre de 2003, modificada por la Decisión BCE/2009/17, de 19 de junio de 2009. En el año 2009, el BCE recibió por cuenta de la UE cinco pagos y los transfirió a los países prestatarios (Rumanía, Hungría y Letonia). En el caso de dos de los préstamos, el plazo para reembolsar el pago de intereses venció y el BCE los procesó de acuerdo con esta circunstancia. El importe total del saldo vivo de las operaciones de préstamo de la UE en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo a 31 de diciembre de 2009 ascendía a 9,2 mm de euros.

6.4 SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS DEL EUROSISTEMA

En 2009 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

47 Véase CON/2010/10 y nota a pie de página anterior.

función de coordinación general y garantiza el buen funcionamiento del marco. El número de clientes de los servicios del Eurosistema permaneció estable en 2009. Con respecto a los servicios prestados, el total de saldos de efectivo y de valores de los clientes experimentó un notable incremento, debido principalmente a la inclusión en el marco de servicios de inversiones en depósitos a plazo denominados en euros a título de principal en la segunda parte del año. La mejora de este marco queda reflejada en la Orientación BCE/2006/4, modificada el 28 de mayo de 2009 (BCE/2009/11).



La nueva sede del BCE: simulación del antiguo Grossmarkthalle, con el nuevo centro de conferencias a la izquierda.

CAPÍTULO 3

ESTABILIDAD E INTEGRACIÓN FINANCIERAS

I ESTABILIDAD FINANCIERA

El SEBC contribuye al buen funcionamiento de las políticas adoptadas por las autoridades nacionales competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, el Eurosistema asesora a estas autoridades y a la Comisión Europea sobre el alcance y la aplicación de la legislación de la UE en estos ámbitos.

I.1 SEGUIMIENTO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA

El BCE, en colaboración con el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del SEBC, trata de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero¹. Actividades fundamentales para lograr este objetivo son el seguimiento de los riesgos con incidencia sobre la estabilidad financiera y la evaluación de la capacidad de resistencia del sistema financiero. Este seguimiento se centra principalmente en las entidades de crédito, puesto que continúan siendo los principales intermediarios a través de los cuales se canalizan los fondos. Al mismo tiempo, la importancia creciente de los mercados financieros y de otras instituciones financieras, y su vinculación con entidades bancarias, hacen necesario que el SEBC realice también un seguimiento de la vulnerabilidad de estos componentes del sistema financiero.

A principios de 2009, el nuevo empeoramiento del entorno macroeconómico y las perspectivas de un menor crecimiento agudizaron las tensiones sobre el sistema financiero de la zona del euro. En este período, la elevada incertidumbre existente acerca de la gravedad del deterioro del ciclo crediticio y las menores perspectivas de beneficios en el sector bancario afectaron a la confianza de los consumidores en la capacidad de resistencia de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras. Sin embargo, las medidas extraordinarias adoptadas por Gobiernos y bancos centrales de todo el mundo a partir de finales de 2008 contribuyeron a reducir el riesgo sistémico, lo que hizo que los mercados financieros experimentaran una recuperación

notable, caracterizada por la disminución de las primas de riesgo de la mayor parte de los distintos tipos de activos. El repunte de los mercados financieros se vio respaldado por las señales de recuperación económica observadas a partir del segundo semestre de 2009. En líneas generales, esta evolución ha contribuido positivamente a las perspectivas de estabilidad financiera en la zona del euro desde el segundo trimestre de 2009, aunque, como se señala más adelante, sigue habiendo motivos para mantener la cautela al valorar dichas perspectivas.

La notable recuperación de los mercados financieros también contribuyó a la mejora de los resultados de los grupos bancarios grandes y complejos de la zona del euro en 2009. Los ingresos procedentes de la cartera de negociación de las entidades de crédito se recuperaron tras las fuertes pérdidas sufridas en 2008, mientras que la reanudación de las emisiones en los mercados de capitales contribuyó a que los ingresos netos por comisiones de las entidades se mantuvieran relativamente estables. Otro destacado factor que favoreció la recuperación de los beneficios fue el incremento de los ingresos netos por intereses, impulsado, entre otras causas, por el aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés, por las sustanciales adquisiciones de deuda pública por parte de los grandes grupos bancarios y por la ampliación de los márgenes aplicados a los préstamos y créditos, pese al estrechamiento de los márgenes en los depósitos. Además, la mayor parte de los grandes grupos bancarios siguió tratando de reducir costes así como dinamizar y reestructurar sus modelos de negocio. Al mismo tiempo, esta mejora de los ingresos quedó parcialmente compensada por un aumento de las dotaciones para insolvencias, que

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». Asimismo, en 2009 publicó el informe anual sobre la estabilidad del sector bancario de la UE, así como los siguientes informes específicos: «Credit default swaps and counterparty risk» y «EU banks' funding structures and policies». En enero de 2010, publicó indicadores estructurales del sector bancario de la UE. En estas publicaciones se presentan los principales resultados del seguimiento que realiza el Comité de Supervisión Bancaria sobre la estructura y la estabilidad del sector bancario, y pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

fue considerable y generalizado en las distintas entidades. La recuperación de los beneficios de los grandes grupos bancarios de la zona del euro, junto con la disminución de la tasa de crecimiento de los activos y de las ampliaciones de capital, con recursos de los sectores público y privado, contribuyeron a que las ratios medianas de capital regulatorio se incrementaran y alcanzaran niveles superiores a los registrados antes de la crisis. No obstante, hay que señalar que entre los grandes grupos bancarios aumentó la dispersión entre las entidades de crédito con mejores y peores resultados

Las medidas excepcionales adoptadas por bancos centrales y Gobiernos a partir de finales de 2008 lograron restaurar la confianza en los sistemas financieros de la zona del euro y del resto del mundo, así como aumentar su capacidad de resistencia. Con la excepción de la ampliación de la cobertura de los sistemas de garantías de depósitos, las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro se incluyen en tres categorías principales: i) garantías para los pasivos bancarios, ii) inyecciones de capital, y iii) programas de apoyo a activos. En total, en el período comprendido entre octubre de 2008 y noviembre de 2009, los Gobiernos de la zona proporcionaron unos 2.400 billones de euros, lo que equivale al 26% del PIB de la zona del euro, para apoyar a los sistemas financieros nacionales. En general, la utilización de fondos públicos ha sido reducida, pero se han observado variaciones considerables en relación con las distintas medidas y en los diferentes países: el uso de medidas de recapitalización ha sido relativamente generalizado, mientras que la emisión efectiva de bonos bancarios con avales públicos ha sido sustancialmente inferior a las garantías puestas a disposición por los Gobiernos. No obstante, en cifras absolutas, el volumen y el uso de garantías para pasivos han sido muy superiores a los de las inyecciones de capital. Las medidas de apoyo a activos se han adoptado únicamente en algunos países. Además, parece que algunas de las principales entidades de crédito de la zona del euro son las que más se han beneficiado de las medidas de apoyo financiero. Aproximadamente la

mitad del apoyo proporcionado a través de los distintos tipos de medidas adoptadas en la zona del euro ha sido absorbido por las tres entidades receptoras más importantes. Para cada medida individual de apoyo, estas tres entidades representan, en conjunto, entre el 6% y el 9% de los activos totales del sector bancario de la zona del euro.

Pese a la mejora en los beneficios obtenidos en 2009 por los grandes grupos bancarios de la zona del euro, las perspectivas de estabilidad del sistema bancario de la zona se ven ensombrecidas por la existencia de riesgos considerables. En primer lugar, el continuado deterioro de la calidad de los préstamos bancarios y las expectativas de un aumento de la morosidad implican que es probable que los beneficios netos de muchas entidades de crédito de la zona sigan bajo presión en un futuro próximo. Además, existen motivos para mantener la cautela acerca del carácter duradero de la reciente recuperación de la rentabilidad de las entidades, ya que es poco probable que el entorno extraordinariamente propicio para las actividades de banca de inversión perdure cuando las condiciones en los mercados empiecen a normalizarse. Al mismo tiempo, los ingresos netos por intereses son vulnerables a un aplanamiento de la curva de tipos de interés.

Por otra parte, la interdependencia de las perspectivas de estabilidad financiera y las relativas a la sostenibilidad fiscal, como consecuencia de las medidas adoptadas por los Gobiernos para apoyar al sector financiero, las medidas de estímulo fiscal y la debilidad de la actividad económica, son también una fuente de riesgos. En general, los retos que deberá afrontar el sector bancario de la zona del euro en un futuro próximo requieren cautela en lo que respecta al calendario de retirada del apoyo público. Concretamente, cuando los Gobiernos adopten decisiones sobre la retirada del apoyo, deberán sopesar detenidamente los riesgos derivados de una retirada demasiado temprana frente a los riesgos de una retirada demasiado tardía. Retirar el apoyo antes de que la fortaleza de instituciones financieras importantes esté

suficientemente bien establecida entraña el riesgo de dejar a algunas de estas instituciones en una situación de vulnerabilidad frente a perturbaciones de carácter adverso, lo que incluso podría provocar nuevas tensiones en los sistemas financieros. Por otro lado, una retirada tardía puede conllevar el riesgo de distorsionar la competencia, generando el «riesgo moral» asociado a la protección en caso de pérdidas, lo que a su vez conllevaría la posibilidad de una asunción excesiva de riesgos, e incrementando los riesgos para las finanzas públicas. Por último, es posible que algunas entidades de crédito, especialmente las que han recibido ayuda del Estado, necesiten una reestructuración profunda para confirmar su viabilidad a largo plazo cuando ya no dispongan de esta ayuda. Algunas entidades importantes de la zona del euro ya han iniciado esta reestructuración.

En cuanto a otras instituciones financieras, el sector de seguros de la zona del euro continuó haciendo frente a una situación difícil en 2009. Los resultados financieros siguieron siendo moderados, ya que el crecimiento medio de las primas se mantuvo estancado en el primer semestre de 2009, y algunas compañías de seguros continuaron señalando que el número de primas que se suscribieron había disminuido considerablemente. La continua incertidumbre existente en los mercados de renta variable y de crédito redujo la demanda de productos de seguro de vida, en particular de productos vinculados a fondos de inversión, en los que el asegurado asume el riesgo de inversión, lo que contribuyó al ya mencionado descenso del número de primas suscritas. Por otra parte, los resultados procedentes de la cartera de negociación se beneficiaron de las mejoras registradas en los mercados de capitales a partir de mediados de marzo de 2009, y en el primer semestre del año fueron superiores, en promedio, a las del año anterior. No obstante, estas mejoras no fueron suficientes para evitar una caída generalizada de la rentabilidad. Con todo, los niveles de capital de las compañías de seguros mejoraron en la primera mitad de 2009, debido, en parte, al repunte de los mercados de capitales, que llevó a que se recuperaran algunas de las pérdidas no

realizadas incurridas en 2008. De cara al futuro, aunque algunos de los riesgos que afrontan las compañías de seguros, en particular los riesgos de inversión, han disminuido ligeramente, otros persisten, en particular los asociados a los reducidos rendimientos de la deuda pública y a la debilidad del entorno económico. Pese a estas perspectivas de riesgos, la información disponible sobre los niveles de solvencia de las compañías de seguros de la zona del euro sugiere que, en promedio, todavía disponen de una capacidad razonable de absorción de perturbaciones.

Tras las pérdidas generalizadas registradas en la mayor parte de las estrategias de inversión del sector de fondos de inversión libre (*hedge funds*) en 2008, la fortaleza de los rendimientos de las inversiones en 2009 hizo que se recuperara una parte considerable de las pérdidas incurridas por este sector el año anterior. Por otra parte, las presiones de liquidez observadas en los mercados de financiación y el riesgo asociado a las ventas forzadas de activos parecen haber disminuido en el sector de fondos de inversión libre. El elevado rendimiento medio de las inversiones contribuyó a una reversión gradual de las retiradas de flujos de inversión, que descendieron en el segundo y tercer trimestres de 2009, en comparación con el primer trimestre. Además, algunos datos preliminares sugieren que el tercer trimestre de 2009 podría haber supuesto el fin de las anteriormente mencionadas retiradas de fondos por parte de los inversores. La recuperación de los mercados financieros también ha conducido a un incremento de los niveles de apalancamiento que, no obstante, aumentaron partiendo de niveles muy reducidos, y a finales de 2009 parecían seguir siendo inferiores a los de finales de 2007.

1.2 MECANISMOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

En diciembre de 2008, el Comité Económico y Financiero (CEF) encomendó a un Grupo de Trabajo de Alto Nivel sobre Acuerdos/ Mecanismos para la Estabilidad Financiera Transfronteriza, en el que participó el BCE, que

identificara las lecciones aprendidas a raíz de los recientes acontecimientos con el objeto de aplicarlas a los mecanismos de estabilidad financiera en la UE. En el informe, publicado por el Grupo en julio de 2009, se hacía una serie de recomendaciones sobre la coordinación de políticas en la UE, la distribución de los costes fiscales y la cooperación entre las autoridades del país de origen y del país de acogida en situaciones de crisis². Además, la Comisión Europea comenzó a realizar revisiones y a formular propuestas para mejorar la legislación de la UE en áreas como la supervisión bancaria, los mecanismos de resolución de crisis bancarias y los sistemas de garantía de depósitos.

El BCE contribuyó a la consulta pública que realizó la Comisión Europea relativa a la revisión de la Directiva 94/19/CE sobre los sistemas de garantía de depósitos en agosto de 2009. La posición del Eurosistema se basa en dos principios fundamentales. En primer lugar, los sistemas de garantía de depósitos constituyen un importante elemento de la red de seguridad y, por tanto, habría que reforzar su papel en el fomento de la estabilidad financiera y de la confianza del público en el sistema financiero. En segundo lugar, desempeñan un importante papel en la consecución de un mercado único de servicios financieros, incluida la promoción de la igualdad de trato para entidades de crédito activas internacionalmente, lo que requiere un mayor grado de armonización de estos sistemas en la UE.

El 20 de octubre de 2009, el Consejo ECOFIN adoptó un conjunto de conclusiones³ generales sobre la necesidad de reforzar los mecanismos de la UE para asegurar la estabilidad financiera y una gestión adecuada en caso de que se produzca una crisis financiera en el futuro. También aprobó un plan de actuación que establece las prioridades para continuar trabajando en el reforzamiento de la supervisión, la estabilidad y la regulación financieras en la UE. Estas prioridades incluyen medidas en los siguientes ámbitos: i) el marco de supervisión, ii) el marco para la prevención, la gestión y la resolución de crisis, iii) el marco regulador, y iv) el fomento

de la integridad de los mercados financieros. Además, el Consejo ECOFIN solicitó al CEF que estudie el desarrollo de mecanismos de carácter práctico para mejorar la coordinación de las políticas a escala de la UE en la prevención, la gestión y la resolución de crisis transfronterizas, y que continúe los trabajos en curso para investigar ventajas e inconvenientes de los mecanismos ex-ante y ex-post para el reparto de cargas, así como posibles principios, criterios y procedimientos que podrían aplicarse en una situación de crisis en caso de que sea necesario el apoyo de los Gobiernos.

El 2 de diciembre de 2009, el Consejo ECOFIN retomó estas conclusiones generales y, sobre esa base, manifestó su satisfacción con el estudio preparatorio realizado por la Comisión Europea en su comunicación sobre un marco de la UE para la gestión de crisis transfronterizas en el sector bancario, que cubre tres áreas principales de intervención temprana, medidas de resolución de crisis bancarias y procedimientos concursales. El Consejo ECOFIN también llegó a un acuerdo sobre una serie de orientaciones para los trabajos en los que debe avanzar la Comisión en estas tres áreas, hizo balance sobre los trabajos preparatorios que se han emprendido en materia de cooperación y de mayor preparación para el reparto de cargas expost cuando corresponda, e invitó a la Comisión Europea, al Comité de Servicios Financieros y al CEF a presentar propuestas concretas sobre estos temas en el primer semestre de 2010⁴.

2 Disponible en la dirección del Consejo de la UE en Internet (<http://www.consilium.europa.eu>).

3 Disponible en la dirección del Consejo de la UE en Internet (<http://www.consilium.europa.eu>).

4 Las conclusiones de la reunión del Consejo ECOFIN de 2 de diciembre de 2009 están disponibles en la dirección del Consejo de la UE en Internet (<http://www.consilium.europa.eu>).

2 REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

2.1 CUESTIONES GENERALES

Tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008, en 2009 se adoptaron medidas concretas para identificar las mejoras que se deberían introducir en el marco institucional de supervisión. A escala de la UE, el informe del Grupo Larosière, publicado en febrero de 2009, formulaba propuestas para mejorar los mecanismos de supervisión financiera en la UE. Basándose en el informe, la Comisión Europea publicó una comunicación sobre la supervisión financiera europea en mayo de 2009, en la que se presentaban propuestas para mejorar los mecanismos de supervisión en la UE. En líneas generales, estas propuestas fueron aprobadas por el Consejo ECOFIN el 9 de junio de 2009 y por el Consejo Europeo los días 18-19 de junio. El 23 de septiembre, la Comisión Europea publicó propuestas legislativas⁵ sobre la creación de un nuevo marco institucional de supervisión en la UE, formado por los dos pilares que se describen a continuación⁶.

En primer lugar, se creará una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Con arreglo a las propuestas legislativas de la Comisión, la JERS será responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE, contribuyendo con ello a evitar o mitigar los riesgos sistémicos en el sistema financiero (para más detalles, véase el recuadro 8).

En segundo lugar, se establecerá un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF). Según las propuestas de la Comisión, el SESF será una red integrada por los supervisores financieros nacionales y tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES): la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Mercados y Valores y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. Estas últimas se crearán transformando los comités de supervisión existentes (establecidos en el contexto del nivel 3 del marco Lamfalussy para la regulación y la supervisión financieras) en autoridades europeas de supervisión. Entre los cometidos de estas autoridades se incluirán los siguientes: i) contribuir a la implantación de

normas comunes de alta calidad en el ámbito de la regulación y la supervisión, en particular mediante el desarrollo de propuestas de normas técnicas que deberán ser aprobadas por la Comisión Europea para que sean legalmente vinculantes, ii) contribuir a lograr una aplicación coherente de la legislación de la UE participando en los procedimientos de mediación⁷ entre las autoridades nacionales de supervisión, promoviendo un funcionamiento coherente de los colegios de supervisores y tomando medidas en situaciones de emergencia, entre otras actividades iii) cooperar estrechamente con la JERS, iv) realizar evaluaciones entre pares de las autoridades de supervisión para reforzar la coherencia de los resultados de los procesos supervisores, y v) realizar un seguimiento de los mercados y valorar su evolución. La Comisión Europea también propuso introducir cambios específicos en la legislación sobre servicios financieros, con el fin de asegurar que las nuevas autoridades de supervisión puedan trabajar con eficacia⁸.

Las propuestas legislativas de la Comisión Europea, sobre las que el BCE fue consultado⁹, tendrán que ser adoptadas por el Parlamento

5 Disponibles en la dirección de la Comisión Europea en Internet (<http://ec.europa.eu>).

6 Para información más detallada sobre el origen institucional de las propuestas para el establecimiento de un nuevo marco de supervisión, véase el capítulo 4.

7 Esta mediación será vinculante, sujeta a la salvedad contemplada en el enfoque general del Consejo ECOFIN de que las decisiones adoptadas por las AES no deben afectar a las responsabilidades fiscales de los Estados miembros.

8 Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Mercados y Valores.

9 Véase el Dictamen del Banco Central Europeo de 26 de octubre de 2009 sobre una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico y sobre una propuesta de decisión del Consejo por la que se confía al Banco Central Europeo una serie de cometidos específicos en relación con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (CON/2009/88); y el Dictamen del BCE de 8 de enero de 2010 sobre tres propuestas de reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo por los que se crean, respectivamente, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Mercados y Valores y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (CON/2010/5).

Europeo y por el Consejo de la UE mediante el procedimiento legislativo de codecisión. En la reunión celebrada los días 18 y 19 de junio de 2009, el Consejo Europeo instó al Consejo ECOFIN a que adoptara las propuestas legislativas con rapidez para que las nuevas estructuras de supervisión de la UE puedan entrar en funcionamiento en el año 2010.

El 20 de octubre de 2009, el Consejo ECOFIN llegó a un acuerdo general sobre los dos textos legislativos relativos a la

JERS. Posteriormente, el 2 de diciembre de 2009, alcanzó un acuerdo acerca de una propuesta de compromiso sobre los proyectos de reglamentos relativos a la creación de las tres AES, que también incluyen algunas disposiciones que son relevantes para el establecimiento de la JERS (por ejemplo, con relación a la recopilación de información facilitada por las AES). La Presidencia del Consejo de la UE comenzó negociaciones con el Parlamento Europeo, con el fin de alcanzar un acuerdo en 2010.

Recuadro 8

LA CREACIÓN DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO Y SUS IMPLICACIONES PARA EL BCE

1. Supervisión macroprudencial y riesgo sistémico

Varios bancos centrales del mundo desempeñan un papel relevante en la salvaguardia de la estabilidad del sistema financiero en sus respectivas jurisdicciones. En la UE, el SEBC contribuye al buen funcionamiento de las políticas aplicadas por las autoridades nacionales competentes en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y con la estabilidad del sistema financiero. La crisis financiera ha puesto claramente de manifiesto la necesidad de comprender y controlar mejor el riesgo sistémico, especialmente en lo que respecta a las interdependencias del sistema financiero, y ha sacado a la luz deficiencias en el análisis eficaz de la información disponible y en el conocimiento de los principales factores de vulnerabilidad financiera.

La supervisión macroprudencial se centra en el sistema financiero en su conjunto, a diferencia de la supervisión de las instituciones financieras individuales. Por tanto, la supervisión macroprudencial está estrechamente relacionada con el concepto de riesgo sistémico, que puede surgir del comportamiento colectivo de las instituciones financieras, de su interacción y de las interrelaciones entre el sector financiero y la economía real.

2. Funciones de la JERS

De conformidad con las propuestas legislativas de la Comisión Europea, un nuevo órgano independiente, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), será responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE, y desempeñará las siguientes funciones: i) determinar, recopilar y analizar toda la información relevante para cumplir su función, ii) identificar y priorizar los riesgos sistémicos, iii) emitir advertencias cuando tales riesgos sistémicos se consideren significativos, iv) formular recomendaciones para que se adopten medidas correctivas en respuesta a los riesgos identificados, y v) verificar el cumplimiento de las medidas adoptadas en relación con las advertencias y las recomendaciones.

Se espera que, en el cumplimiento de su mandato, la JERS colabore estrechamente con el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. En concreto, proporcionará a las autoridades europeas

de supervisión (AES) la información sobre riesgos sistémicos que necesiten para cumplir su cometido. Por su parte, las AES deberán trabajar en estrecha colaboración con la JERS, en particular proporcionando la información necesaria para el cumplimiento de las funciones de la JERS y asegurando un seguimiento adecuado de sus advertencias y recomendaciones. La JERS también cooperará con instituciones internacionales como el FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera, así como con los organismos pertinentes fuera de la UE sobre temas relacionados con la supervisión macroprudencial.

3. Participación del BCE

De conformidad con las propuestas legislativas de la Comisión Europea, se encomienda al BCE la tarea de asumir las funciones de secretaría para la JERS y, con ello, de proporcionarle apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico. Con arreglo al proyecto legislativo, las funciones de la secretaría de la JERS incluirán, en concreto, la preparación de las reuniones de la JERS; la recopilación y el tratamiento de información en apoyo de los cometidos de la JERS; la preparación de los análisis necesarios, asimismo con el asesoramiento técnico de los bancos centrales y supervisores nacionales; la asistencia a la JERS, en el ámbito administrativo, en la cooperación internacional con otros organismo competentes sobre cuestiones de supervisión macroprudencial; y la prestación de apoyo a los trabajos de la Junta General, del Comité Director y del Comité Técnico Consultivo.

La JERS se beneficiará de la experiencia de los BCN y de las autoridades supervisoras, en particular a través de su participación en el Comité Técnico Consultivo que se creará como parte de la estructura de la JERS. El Comité proporcionará asesoramiento y asistencia sobre cuestiones técnicas relacionadas con el trabajo de la JERS.

En su dictamen sobre estas propuestas¹, el BCE expresó su apoyo general al marco jurídico propuesto para la JERS e indicó su disposición a prestar asistencia a la JERS y a asegurar el cumplimiento de su función de secretariado. Además, la JERS se beneficiará de los conocimientos y experiencia en los ámbitos macroeconómico, financiero y monetario de todos los bancos centrales de la UE, a través de la participación de los miembros del Consejo General del BCE en la Junta General de la JERS. La participación del BCE y del SEBC en la JERS no modificará el objetivo principal del SEBC conforme al artículo 127 del Tratado, que es mantener la estabilidad de precios.

Para apoyar el trabajo de la JERS, el BCE asegurará recursos humanos y financieros suficientes para el cumplimiento de su tarea de garantizar el secretariado. El BCE potenciará también sus capacidades actuales para realizar un seguimiento y evaluar los riesgos para la estabilidad financiera. Además, el BCE prestará apoyo a la JERS mediante el desarrollo y el mantenimiento de nuevas herramientas y metodologías analíticas para la identificación y la evaluación de riesgos sistémicos y la emisión de alertas tempranas sobre riesgos.

¹ Para detalles adicionales sobre este dictamen (CON/2009/88), véase la sección 6.2 del capítulo 2.

2.2 SECTOR BANCARIO

La cumbre de jefes de Estado o de Gobierno del G 20 celebrada en Londres en abril de 2009

constituyó un hito para la regulación y la supervisión financieras, ya que reflejó el compromiso de los líderes de este Grupo para reforzar las normas de regulación financiera en

cuanto la recuperación económica esté asegurada. A tal fin, los líderes del G 20 acordaron incrementar las reservas de capital de las entidades de crédito por encima de los mínimos regulatorios, mejorar la calidad del capital y formular recomendaciones para reducir la prociclicidad¹⁰. Además, acordaron introducir una ratio de capital no basada en el riesgo para contener el apalancamiento y un marco global para promover el incremento de las reservas de liquidez. Por último, acordaron mejorar los incentivos para gestionar los riesgos asociados a las titulizaciones.

En este contexto, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea), en el que el BCE participa como observador, aprobó un ambicioso y extenso plan con el objeto de reforzar la regulación y la supervisión bancarias. En julio de 2009, el Comité dio a conocer las mejoras que había introducido en el marco de capital de Basilea II. Estas mejoras están relacionadas con el aumento de los requerimientos de capital en relación con los riesgos de la cartera de negociación y las retitulizaciones, así como con las líneas de liquidez y de crédito proporcionadas a entidades fuera de balance. Además, se endurecen las normas relativas al análisis interno y a la revelación de posiciones de titulación, así como a las prácticas en materia de remuneración y de gestión de riesgos. Por último, en diciembre de 2009, el Comité de Basilea publicó, de conformidad con el mandato del G 20, documentos de consulta sobre la mejora de la calidad del capital, introduciendo una ratio de apalancamiento no basada en el riesgo para complementar el marco de Basilea II, así como marcos para el tratamiento del riesgo de liquidez y las reservas de capital anticíclicas.

En consonancia con el trabajo del Comité de Basilea, en julio de 2009, la Comisión Europea adoptó una propuesta de modificación de la Directiva de Requerimientos de Capital¹¹. El BCE fue consultado sobre esta propuesta y publicó un dictamen al respecto el 12 de noviembre de 2009¹². En general, en el dictamen, el BCE apoyaba las modificaciones propuestas

y sugería una armonización aún mayor de los requisitos de la directiva propuesta con el marco de riesgo de mercado revisado de Basilea II, con el fin de asegurar una competencia internacional leal en este ámbito. Además, el BCE propuso incorporar a las disposiciones sobre políticas remunerativas los principios elaborados por el Consejo de Estabilidad Financiera¹³. Por último, el BCE recomendó aplicar las disposiciones sobre política remunerativa a nivel de grupo bancario, con el fin de asegurar un tratamiento uniforme del personal de entidades de crédito de la UE que asume riesgos.

2.3 VALORES

La crisis financiera suscitó preocupación sobre la fiabilidad y la transparencia de las calificaciones otorgadas por las agencias de calificación crediticia y sobre posibles conflictos de interés asociados a sus actividades. En consecuencia, en abril de 2009, el G 20 acordó ampliar a estas agencias el marco regulador en materia de supervisión y registro, con el fin de asegurar que cumplen el Código de conducta para las agencias de calificación crediticia (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) publicado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). En la UE, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE aprobaron, el 23 de abril de 2009, un Reglamento sobre las

10 Definida como la capacidad del sistema para amplificar las fluctuaciones económicas.

11 Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas.

12 Dictamen del Banco Central Europeo, de 12 de noviembre de 2009, sobre una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas (CON/2009/94).

13 Véase el documento «Principles for Sound Compensation Practices» y los documentos relacionados «Implementation Standards», Consejo de Estabilidad Financiera, abril y septiembre de 2009, respectivamente.

14 Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia, DO L 302, 17.11.2009, p.1.

agencias de calificación crediticia¹⁴ que establece que todas las agencias de calificación deben registrarse ante las autoridades competentes del Estado miembro en cuestión y ser supervisadas por estas. También introduce los requisitos que han de cumplir con vistas a gestionar conflictos de interés, asegurar la calidad de las calificaciones e incrementar la transparencia para los usuarios. En líneas generales, el BCE acogió positivamente el Reglamento en su Dictamen de abril de 2009¹⁵ indicando, como comentario general, que era necesaria mayor claridad en lo que respecta al ámbito exacto de aplicación del Reglamento y a sus fines reglamentarios.

El G 20 acordó asimismo que el registro de los fondos de inversión libre y la divulgación de información sobre estos fondos deberían ser obligatorios. A tal fin, en abril de 2009, la Comisión Europea presentó una propuesta de directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), incluidos los de fondos de inversión libre, que exigiría que los GFIA por encima de un tamaño determinado estén autorizados y se sometan a supervisión regularmente, así como que observen una serie de normas reguladoras incluidas en la propuesta de directiva. Los GFIA únicamente podrían comercializar fondos entre inversores profesionales de toda la UE si cumplen estas condiciones. En su Dictamen sobre la directiva propuesta¹⁶, el BCE apoyó el objetivo de armonizar el marco de las actividades de los GFIA en la UE, pero al mismo tiempo subrayó la importancia de establecer un marco coordinado a nivel mundial. En el Dictamen también se sugería que algunas disposiciones podrían redactarse de forma que reflejen mejor las diferencias entre los fondos que recaen dentro del ámbito de la directiva propuesta. Por otra parte, el BCE propuso que, cuando se adopten medidas de implantación, habría que tomar en consideración las obligaciones de información ante las autoridades competentes y los límites de apalancamiento que tengan en cuenta el perfil de riesgo global de los fondos de inversión libre al tiempo que no limiten en

exceso su flexibilidad en lo que respecta a la inversión.

2.4 CONTABILIDAD

Los aspectos más destacados en 2009 en el ámbito de la contabilidad estuvieron relacionados con la convergencia internacional de las normas de contabilidad y con las mejoras para abordar las deficiencias identificadas a raíz de la crisis financiera. Las actividades realizadas en estas áreas tuvieron por objeto lograr avances significativos hacia un conjunto único de normas armonizadas.

En respuesta a las cuestiones relacionadas con la información financiera suscitadas por la crisis, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) y el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB) de Estados Unidos crearon el Grupo Consultivo sobre la Crisis Financiera en diciembre de 2008, a cuyos trabajos contribuyó el BCE en 2009. El grupo asesorará a los dos consejos sobre las implicaciones de la crisis financiera global para la fijación de normas y sobre las modificaciones que podrían introducirse en el entorno regulador a escala mundial.

En abril de 2009, el FASB modificó las normas contables aplicables a las pérdidas por deterioro del valor de valores de renta fija de la cartera de inversión a vencimiento, de forma que, a diferencia del enfoque adoptado en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), únicamente se registrarían las pérdidas asociadas al riesgo de crédito. Esto significaría que las entidades de crédito de Estados Unidos y las de la UE contabilizarían de manera diferente las pérdidas registradas en estos valores en su balance. El BCE y la Comisión

15 Dictamen del Banco Central Europeo de 21 de abril de 2009 acerca de una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia (CON/2009/38).

16 Dictamen del Banco Central Europeo de 16 de octubre de 2009 sobre una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (CON/2009/81).

Europea expresaron su preocupación de que este tratamiento diferente comprometa la igualdad de trato, e instaron al IASB a resolver esta cuestión antes del final de 2009.

En marzo de 2009, el IASB publicó un proyecto de norma relativo a la baja de activos financieros del balance, con propuestas de modificación de la NIC 39 y la NIIF 7¹⁷, que causarían un impacto significativo sobre el tratamiento contable de las cesiones temporales (repos). Dada la importancia de este mercado para los bancos centrales y para el sector bancario, el Eurosistema puso de relieve que las modificaciones plantearían cuestiones relacionadas con la igualdad de trato entre las entidades de crédito de la UE y las de Estados Unidos, y podría tener un impacto negativo sobre los modelos de negocio de las entidades y sobre el mercado europeo de repos. Por tanto, se invitó al IASB a valorar de nuevo las modificaciones propuestas en relación con los repos.

El Eurosistema también expresó su opinión al IASB acerca del proyecto de norma de este último sobre la clasificación y la valoración de instrumentos financieros. Entre las cuestiones planteadas por el Eurosistema se incluía la necesidad de que el IASB conceda mayor importancia al modelo de negocio de la entidad, de que contemple la posibilidad de reclasificar instrumentos financieros en circunstancias excepcionales, y de que intensifique la colaboración con el FASB, con el fin de lograr un trato coherente.

El IASB también presentó, con fines de consulta pública, un proyecto de norma sobre pérdidas por deterioro del valor de activos, con el objeto de aplicar la recomendación del G 20 de que los organismos responsables del establecimiento de estándares contables refuercen el reconocimiento contable de las provisiones para insolvencias incorporando una gama más amplia de información crediticia.

Otro avance importante fue el diálogo que el IASB inició con autoridades en materia de

supervisión prudencial y con reguladores de los mercados, incluido el BCE, bajo los auspicios del Consejo de Estabilidad Financiera, sobre temas relacionados con la presentación de información por parte de las instituciones financieras. Esta iniciativa fue una respuesta directa al llamamiento del G 20 al IASB para potenciar la participación de las partes interesadas.

El Comité de Basilea estableció un grupo de trabajo de alto nivel sobre las recomendaciones del G 20 en materia de contabilidad en abril de 2009. El grupo, que cuenta con la participación del BCE, publicó principios generales relativos a la revisión de las normas contables aplicables a instrumentos financieros en agosto de 2009, con el fin de ayudar al IASB a abordar cuestiones relacionadas con la dotación de provisiones, la valoración del valor razonable y la divulgación de información relacionada.

¹⁷ Disponible en la dirección del IASB en Internet (<http://www.iasb.org>).

3 INTEGRACIÓN FINANCIERA

El Eurosistema contribuye a fomentar la integración financiera europea a través de cuatro tipos de actividades: i) propugnando una mayor concienciación de la importancia de la integración financiera y realizando un seguimiento de los avances logrados en este sentido, ii) actuando como catalizador de las acciones colectivas del sector privado, iii) brindando asesoramiento sobre el marco legislativo y regulador del sistema financiero y adoptando disposiciones legales de forma directa, y (iv) prestando servicios de banco central encaminados a fomentar la integración financiera.

IMPORTANCIA Y SEGUIMIENTO DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

En abril de 2009, el BCE presentó su tercer informe anual sobre integración financiera en Europa, titulado «Financial integration in Europe». El principal objeto de este informe es contribuir al objetivo de avanzar en la integración financiera europea y que el público conozca mejor la contribución del Eurosistema a la consecución de este objetivo, proporcionando información sobre el estado de esta integración y, por tanto, una base empírica para la adopción de medidas que continúen fomentando la misma. En primer lugar, el informe presenta la valoración del estado de la integración financiera, basada en un conjunto de indicadores que también se publican semestralmente en la dirección del BCE en Internet. En 2009, estos indicadores siguieron ampliándose, con el fin de incluir indicadores del desarrollo financiero. En el informe también se analizan en detalle tres temas específicos: i) el impacto de la crisis financiera sobre la integración financiera de la zona del euro, ii) inversores institucionales e integración financiera, y iii) la financiación de las pequeñas y medianas empresas y de las empresas innovadoras de reciente creación en Europa. El informe concluye con una presentación de la contribución del Eurosistema al objetivo de avanzar en la integración y el desarrollo de los mercados financieros en Europa.

El BCE continuó participando en la red de investigación sobre los mercados de capital y

la integración financiera en Europa, formada por representantes de la comunidad académica, participantes en el mercado y responsables de la política económica, que gestiona conjuntamente con el Center for Financial Studies de la Universidad de Fráncfort del Meno. La duodécima conferencia de la red, centrada en el tema «Lecciones de la crisis: estabilidad financiera, política macroeconómica e instituciones internacionales», fue organizada por el Einaudi Institute for Economics and Finance y se celebró en Roma los días 12 y 13 de noviembre de 2009. Al igual que en años anteriores, el BCE concedió cinco «Lamfalussy Fellowships» a jóvenes investigadores para realizar trabajos relacionados con la red. Las prioridades actuales de la red son: i) los sistemas financieros como gestores, distribuidores y creadores de riesgos, ii) la integración y el desarrollo de los servicios financieros al por menor y la promoción de empresas innovadoras, y iii) la modernización y las prácticas de gobierno de los sistemas financieros, y la integración del sistema financiero europeo en los mercados de capitales mundiales.

CATALIZADOR DE LAS ACTIVIDADES DEL SECTOR PRIVADO

El Eurosistema continuó respaldando la creación de una zona única de pagos en euros (*Single Euro Payments Area*, SEPA), en la que los particulares, las empresas y las Administraciones Públicas puedan efectuar pagos en euros en los países participantes en la SEPA sin utilizar efectivo, desde una sola cuenta y mediante un único conjunto de instrumentos de pago, con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que en el ámbito nacional. Los adeudos directos SEPA se introdujeron con éxito en noviembre de 2009 y, para entonces, más de 2.500 entidades de crédito se habían comprometido a ofrecer este primer servicio de adeudos directos verdaderamente europeo. Esto constituyó el segundo hito tras la puesta en marcha de las transferencias SEPA en enero de 2008. Una declaración conjunta¹⁸ de la Comisión Europea y del BCE aclaró el modelo de negocio futuro para los adeudos directos

¹⁸ Publicada en la dirección del BCE en Internet el 24 de marzo de 2009.

SEPA. El Eurosistema realiza un seguimiento de la migración hacia los instrumentos de pago SEPA a partir de los «indicadores SEPA»¹⁹. Las transferencias SEPA representaron el 6,2% del total de pagos por transferencia en euros en enero de 2010, lo que indica que, actualmente, este instrumento se está utilizando no sólo para pagos transfronterizos²⁰, sino también para pagos nacionales.

La introducción de las transferencias y los adeudos directos SEPA ha establecido las bases sobre las que desarrollar nuevas innovaciones. Actualmente se está trabajando en el desarrollo de un servicio paneuropeo de pagos on-line²¹, así como de pagos a través del teléfono móvil y servicios de facturación electrónica. El Eurosistema organizó dos reuniones con participantes en el mercado para analizar el estado de las iniciativas relacionadas con los servicios electrónicos de pago SEPA y seguirá realizando un seguimiento de los trabajos que se realicen en este ámbito.

Se realizaron avances en el marco SEPA para las tarjetas de pago, que se puso en marcha en 2008. El Eurosistema espera que se cree al menos otra red europea de tarjetas adicional que cumpla los requisitos del Eurosistema y de otras partes interesadas, y ya existen varias iniciativas de mercado dirigidas a crear esta red. La migración a las tarjetas con chip y número de identificación personal (PIN) y a cajeros automáticos y terminales de punto de venta equipados con arreglo al estándar EMV avanzó adecuadamente²². Se espera que el marco SEPA para las tarjetas ofrezca más alternativas y aumente la eficiencia, pero son necesarios mayores esfuerzos para promoverlo. En mayo de 2009, el Eurosistema organizó una reunión con las partes interesadas para considerar un marco de certificación SEPA para las tarjetas y los terminales, con el objetivo de lograr implantar un proceso único de evaluación y certificación para los fabricantes de tarjetas y de terminales.

El sexto informe del Eurosistema sobre la SEPA sugería que puede que sea necesario mejorar la estructura global de gobierno de

la SEPA, principalmente en lo que concierne a la participación de las partes interesadas, la transparencia y los avances realizados en la migración. El Eurosistema y la Comisión Europea se hallan actualmente investigando vías de mejora de la gobernanza de la SEPA.

En diciembre de 2009, el Consejo ECOFIN confirmó la importancia de establecer plazos definitivos para la migración a los adeudos directos y a las transferencias SEPA, con el fin de proporcionar la claridad y los incentivos que necesita el mercado para adoptar los instrumentos SEPA, así como suprimir los costes de gestionar paralelamente productos tradicionales existentes y los productos SEPA. En consecuencia, el Consejo ECOFIN invitó a la Comisión Europea y al BCE, en estrecha colaboración con todas las partes interesadas, a realizar una valoración exhaustiva con el objeto de determinar si son necesarias medidas legislativas que fijen plazos vinculantes para introducir los adeudos directos y las transferencias SEPA, y a presentar una propuesta legislativa en caso de que dichas medidas se consideren necesarias.

El mercado de valores a corto plazo en Europa es un mercado básicamente doméstico. La iniciativa STEP (*Short-Term European Paper*), desarrollada por participantes en el mercado bajo los auspicios de la Federación Bancaria Europea y la Asociación de Mercados Financieros (ACI), y dirigida por el Comité del Mercado STEP, ha promovido la integración del mercado de valores de renta fija a corto plazo mediante la elaboración de un conjunto básico de normas y prácticas de mercado de cumplimiento voluntario desde 2001. El Eurosistema ha respaldado la iniciativa STEP desde su creación.

19 Disponible en la dirección del BCE en Internet.

20 Se calcula que los pagos transfronterizos representan el 2%-3% del total de pagos.

21 Un pago electrónico se basa en la banca electrónica, pero tiene la característica adicional de que el comerciante recibe una confirmación de pago en tiempo real, de modo que los bienes pueden entregarse inmediatamente.

22 Para más información, véanse las páginas sobre la SEPA en la dirección del BCE en Internet.

Tras la puesta en marcha con éxito del mercado STEP en junio de 2006, el Eurosistema ha continuado contribuyendo a esta iniciativa en dos áreas. En primer lugar, el BCE publica estadísticas sobre el mercado STEP, que incluyen los saldos vivos mensuales y los tipos de interés diarios, así como los diferenciales de nuevas emisiones. Desde finales de noviembre de 2009, el BCE también publica estadísticas diarias con datos agregados sobre saldos vivos y nuevas emisiones, con detalles por sector, plazo de vencimiento, calificación y moneda. En segundo lugar, el Eurosistema continuará proporcionando asistencia técnica a la Secretaría de STEP en relación con la etiqueta STEP hasta junio de 2010. La responsabilidad de la concesión y retirada de estas etiquetas recae exclusivamente en la Secretaría de STEP.

Pese a la adversa situación en los mercados, el saldo vivo total de los valores STEP de renta fija se incrementó un 6,4%, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2009, alcanzando los 404,8 mm de euros en diciembre de 2009. Este incremento estuvo impulsado, en parte, por la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en octubre de 2008 de ampliar la lista de activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, incluyendo valores con la etiqueta STEP emitidos por entidades de crédito. Tras la introducción de la etiqueta STEP en 2006, en diciembre de 2009 había 149 programas activos con la etiqueta STEP.

Para aumentar la transparencia en el ámbito de los bonos de titulización de activos, el Eurosistema puso en marcha un proyecto conjunto con agencias de calificación, emisores e inversores, con el fin de proporcionar información detallada de los préstamos que subyacen a estos instrumentos. Un mercado de titulización que funciona correctamente, basado en la estandarización y en una mayor transparencia, contribuye a hacer más completo el sistema financiero europeo y fomenta 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

En 2009, el asesoramiento del Eurosistema sobre el marco legislativo y regulador se centró, en particular, en realizar un seguimiento del informe del Grupo Larosière en relación con la creación de un nuevo marco institucional de supervisión en la UE (véase la sección 2.1 de este capítulo). Además, de conformidad con las funciones consultivas que le son atribuidas en el Tratado, el BCE presta asesoramiento regularmente sobre las iniciativas que son directa o indirectamente relevantes desde el punto de vista de la integración financiera (véase la sección 2 de este capítulo y la sección 6.2 del capítulo 2).

El BCE proporcionó asesoramiento en temas relacionados con la integración de los sistemas de liquidación de valores y de los sistemas de pago, y continuó estando estrechamente involucrado en los trabajos relacionados con el «Código de Conducta sobre compensación y liquidación de valores», cuyo objetivo es fomentar la competencia sobre la base de la transparencia de los precios, el acceso y la interoperabilidad, y la oferta separada de servicios y la separación contable. El BCE también realizó un estudio sobre la utilización de ejemplos de precios por parte de los depositarios centrales de valores como forma de mejorar la comparabilidad de precios.

El BCE siguió participando en los trabajos del Grupo Consultivo y de Seguimiento de Compensación y Liquidación II (Grupo CESAME II), que se ocupa de la supresión de las «barreras Giovannini» (llamadas así por el grupo que las identificó en 2001) resultantes de diferencias en los estándares técnicos y en las prácticas de negocio para así lograr una compensación y liquidación más eficientes. Estos trabajos están estrechamente vinculados a la implantación del proyecto TARGET2-Securities (T2S), y tiene por objeto fomentar la armonización en el ámbito de la postcontratación.

Dado que la armonización del marco jurídico europeo para los pagos constituye la base de la SEPA, el Eurosistema se ha interesado activamente por la legislación de la UE en este ámbito. La Directiva sobre Servicios de Pago²³ se transpuso a la legislación nacional y entró en vigor en la mayor parte de los Estados miembros en noviembre de 2009. El BCE participó como observador en el grupo de trabajo de la Comisión para la transposición de la Directiva, donde los BCN también estuvieron representados por delegados que acompañaban a los representantes de los respectivos Gobiernos. Además, el BCE participó en los trabajos de la Comisión sobre la revisión del Reglamento (CE) nº 2560/2001 (ahora Reglamento (CE) nº 924/2009 relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad) y fue consultado sobre este tema. Por lo que se refiere a los adeudos directos transfronterizos, la modificación del Reglamento establece noviembre de 2010 como fecha límite para que todas las entidades de crédito que actualmente ofrecen servicios de adeudos directos en euros a escala nacional puedan también recibir y procesar órdenes de adeudos directos transfronterizos en la moneda única. También establece las condiciones por las que se pueden aplicar tasas de intercambio a los adeudos directos SEPA en el ámbito nacional y transfronterizo con carácter temporal, como señalaron el BCE y la Comisión Europea en las notas de prensa que publicaron conjuntamente²⁴. Por último, el BCE ha participado en la revisión de la Directiva sobre dinero electrónico y ha sido consultado al respecto.

En diciembre de 2008, dos grupos de investigadores académicos, el Grupo de estudio sobre el Código civil europeo y el Grupo de investigación sobre Derecho privado europeo, presentaron ante la Comisión Europea la versión final de un proyecto conjunto sobre un marco común de referencia, que establece una serie de «modelos de normas» sobre áreas fundamentales del Derecho civil. El BCE ha contribuido a los trabajos del Grupo de Letrados de los Mercados Financieros Europeos (EFMLG) sobre cuestiones relacionadas con este ámbito que son especialmente relevantes

para el sector de servicios financieros²⁵. El BCE también participó en el diálogo que mantiene el EFMLG con organizaciones líderes del sector que patrocinan el desarrollo de documentación de mercado normalizada. El objetivo de este diálogo era someter a debate las lecciones que se deben aprender de las turbulencias registradas recientemente en los mercados en lo que respecta a las cláusulas utilizadas habitualmente en la documentación sobre transacciones financieras, considerar las diferencias entre los diversos acuerdos marco e iniciar un proceso de convergencia hacia la elaboración de documentación de mercado normalizada.

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, y permite que las entidades de crédito que operan en varios países europeos racionalicen las funciones de procesamiento de sus operaciones y consoliden su gestión de la liquidez en euros. El Eurosistema, que trata de mejorar regularmente TARGET2 con el fin de abordar mejor las necesidades de los usuarios, introdujo dos nuevas versiones del sistema en 2009.

T2S, la plataforma del Eurosistema para servicios de liquidación de valores armonizados, sin fronteras y neutrales, tendrá un impacto considerable sobre la armonización y la integración en el ámbito de la postcontratación en Europa. T2S suprimirá muchas de las «barreras Giovannini» a la compensación y la liquidación

23 Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE, y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE.

24 Las dos notas de prensa conjuntas, publicadas el 4 de septiembre de 2008 y el 24 de marzo de 2009, ofrecían aclaraciones sobre las expectativas de las autoridades europeas en lo que respecta a la aplicación de tasas de intercambio a los adeudos directos SEPA durante un período transitorio y a largo plazo.

25 El documento en el que se expone la posición del EFMLG se publicó en septiembre de 2009 y puede consultarse en la dirección en Internet del EFMLG (<http://www.efmlg.org>).

transfronterizas, ya que proporcionará una plataforma informática única con interfaces comunes y un protocolo de mensajería único, introducirá un horario de funcionamiento armonizado para todos los mercados conectados, y ampliará a todas las operaciones nacionales y transfronterizas el modelo único armonizado de liquidación utilizado en los sistemas de entrega contra pago en dinero del banco central. En 2009, varios subgrupos de expertos del sector que participan en el proyecto T2S desarrollaron normas para la armonización de las órdenes y de los procesos. A medida que se ha avanzado en los trabajos sobre la implantación de T2S, regularmente se han ido identificando nuevas áreas que deben armonizarse y que se han abordado directamente en el ámbito del proyecto o se han remitido al grupo CESAME II de la Comisión Europea (para más detalles, véase la sección 2.2 del capítulo 2).

Por último, en el ámbito de la gestión de los activos de garantía, en 2009 continuaron los trabajos para el establecimiento de una plataforma compartida única (CCBM2) para los BCN de la zona del euro, con el fin de consolidar y aumentar la eficiencia de los sistemas internos del Eurosistema y mejorar la gestión de la liquidez y de los activos de garantía por parte de las entidades de contrapartida (véase la sección 2.3 del capítulo 2).

4 VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO Y DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO

Los sistemas de pago y de compensación y liquidación de valores son infraestructuras básicas necesarias para el adecuado funcionamiento de las economías de mercado e indispensables para un intercambio eficiente de los flujos de pagos de bienes, servicios y activos financieros. Su buen funcionamiento es clave para la aplicación de la política monetaria de los bancos centrales y para mantener la estabilidad y la confianza en la moneda, en el sistema financiero y en la economía en general. Una de las principales tareas del Eurosistema es promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago, misión que lleva a cabo de tres maneras: desarrollando funciones operativas, realizando actividades de vigilancia y actuando como catalizador.

La función de vigilancia del Eurosistema tiene como objetivo garantizar la seguridad y la eficiencia de los sistemas de pago y de liquidación de valores y de las entidades de contrapartida central que procesan operaciones en euros, mediante el seguimiento y la evaluación de estos sistemas y, en su caso, propiciando cambios en los mismos.

Al igual que la mayoría de autoridades responsables de la vigilancia, el Eurosistema centra sus actividades de vigilancia tanto en los sistemas de pago y de liquidación de valores de forma individual como, dada la interdependencia de estos, en las infraestructuras de mercado en su conjunto.

Los instrumentos de pago entran también dentro del ámbito de la vigilancia del Eurosistema, que se centra en particular en su seguridad y eficiencia. Como consecuencia de la creación de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) y de la creciente armonización del marco jurídico europeo, el panorama de los pagos al por menor está cambiando de forma significativa, por lo que cada vez es más importante establecer unos criterios de vigilancia uniformes para los instrumentos de pago. A estos efectos, el Eurosistema publicó en febrero de 2009 un documento titulado «Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», en el que se definen los criterios y los estándares de vigilancia armonizados del

Eurosistema para los instrumentos de pago. Estos estándares proporcionan un punto de partida común para todos los marcos de vigilancia de los instrumentos de pago y constituyen la base sobre la que puede desarrollarse la vigilancia de los instrumentos de pago.

Con objeto de ofrecer una panorámica de los métodos, políticas e instrumentos que el Eurosistema aplica en sus actividades de vigilancia, en febrero de 2009 se publicó el documento titulado «Eurosystem oversight policy framework», en el que se define el marco de vigilancia del Eurosistema. Este marco es un punto de referencia básico en materia de vigilancia para los sistemas, los participantes en el mercado y otras partes interesadas, así como para el propio Eurosistema.

4.1 SISTEMAS DE GRANDES PAGOS EN EUROS Y PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFRAESTRUCTURAS

Los sistemas de grandes pagos son la columna vertebral de las infraestructuras de mercado de la zona del euro y desempeñan una función importante en el mantenimiento de la estabilidad y de la eficiencia del sector financiero y de la economía en general. El Eurosistema aplica un marco de vigilancia bien definido a todos los sistemas de grandes pagos que liquidan operaciones en euros, tanto a sus propios sistemas como a los privados. Este marco se basa en unos criterios aceptados a escala internacional, los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica, definidos por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y adoptados por el Consejo de Gobierno en 2001. Estos principios se complementan con los criterios de continuidad de negocio para la vigilancia de los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica (SIPS), que el Consejo de Gobierno adoptó en 2006, fijando el mes de junio de 2009 como fecha límite para su aplicación por el sector. En el segundo semestre de 2009, el Eurosistema comenzó a evaluar el grado de cumplimiento por parte de los SIPS de los criterios de continuidad de negocio para la vigilancia.

Las infraestructuras de pago que liquidan operaciones en euros más relevantes (TARGET2, EURO1 y CLS) y los principales proveedores de servicios de infraestructuras (como SWIFT) dieron prueba de estabilidad y capacidad de resistencia y adaptación en 2009, un período en el que las tensiones registradas en los mercados financieros se fueron moderando gradualmente.

TARGET2

La evaluación exhaustiva del diseño de TARGET2 de acuerdo con los Principios Básicos para los Sistemas de Pago de Importancia Sistémica, iniciada por los responsables de la vigilancia de TARGET2 del Eurosistema a finales de 2006, finalizó a comienzos de 2009. Sobre la base de esta evaluación, que se publicó en mayo de 2009, el Consejo de Gobierno concluyó que el diseño de TARGET2 respetaba todos los Principios Básicos aplicables.

En el segundo semestre de 2009, y en cumplimiento de la fecha límite para la aplicación de los criterios de continuidad de negocio para la vigilancia de los SIPS (junio de 2009), comenzó la evaluación de TARGET2 de acuerdo a estos criterios. Los resultados de esta evaluación estarán disponibles en el transcurso de 2010.

Además, antes de que la última actualización de TARGET2 entrara en funcionamiento el 23 de noviembre de 2009, los responsables de la vigilancia evaluaron las nuevas funcionalidades de acuerdo con los Principios Básicos aplicables. Se concluyó que, en general, la nueva versión tendría un impacto positivo sobre la gestión de la liquidez y del riesgo de crédito por parte de 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, la sociedad de compensación de la Asociación Bancaria del Euro. EURO1 es un sistema multilateral de liquidación neta en el que las posiciones de fin de día de sus participantes se liquidan, en última instancia, en dinero de

banco central a través del sistema TARGET2. El BCE actúa como agente liquidador.

En 2009, EURO1 no sufrió cambios que pudieran afectar a la situación de riesgo del sistema ni, en consecuencia, que requiriesen una evaluación desde el punto de vista de la vigilancia. El sistema funcionó satisfactoriamente a lo largo de todo el año.

En el segundo semestre de 2009, se realizó una evaluación de EURO1 de acuerdo con los criterios de continuidad de negocio para la vigilancia de los SIPS. El proceso de evaluación está todavía en curso y los resultados de la misma estarán disponibles en el transcurso de 2010.

SISTEMA CLS

El sistema CLS (Continuous Linked Settlement), creado en septiembre de 2002, está gestionado por CLS Bank International (CLS Bank). Este sistema ofrece un servicio multidivisa de liquidación simultánea (es decir, pago contra pago) de órdenes de pago relacionadas con operaciones con divisas. Al realizar la liquidación mediante el mecanismo de pago contra pago, el sistema CLS elimina prácticamente el riesgo de crédito inherente a la liquidación de las operaciones con divisas. En la actualidad, CLS liquida diecisiete de las monedas más negociadas en el mundo, entre las que figuran el euro, el dólar estadounidense, el yen japonés, la libra esterlina y el franco suizo.

Dado que la sede de CLS Bank se encuentra en Estados Unidos, la Reserva Federal asume la responsabilidad principal de la vigilancia del sistema CLS, a tenor de un acuerdo de colaboración para la vigilancia celebrado por los bancos centrales del G-10 y los bancos centrales de los países cuyas monedas se liquidan a través de CLS. Este acuerdo ha quedado plasmado en un protocolo suscrito por los bancos centrales participantes en noviembre de 2008²⁶.

²⁶ Puede consultarse el citado protocolo, titulado «Protocol for the Cooperative Oversight Arrangement of CLS», en la dirección en Internet de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (<http://www.federalreserve.gov>).

El BCE, en estrecha colaboración con los BCN de la zona del euro, también ha suscrito este acuerdo de colaboración y asume la responsabilidad principal de la vigilancia de la liquidación de las operaciones en euros realizadas a través de CLS.

En 2009, la cooperación en las actividades de vigilancia de CLS se centró en el examen de nuevos servicios, iniciativas y modificaciones de las normas introducidas por CLS Bank. Concretamente, se analizó la propuesta de un nuevo servicio de agregación encaminado a mejorar la seguridad y la eficiencia del tratamiento de un elevado número de operaciones con divisas por importe reducido, las propuestas relativas a una nueva política de tarifas, y las modificaciones de las normas de CLS y del manual de los participantes destinadas a reflejar las enseñanzas extraídas de la quiebra de Lehman Brothers.

SWIFT

SWIFT reviste una gran 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. El BCE participa en la vigilancia cooperativa de SWIFT que lleva a cabo el G-10, siendo el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique el responsable principal. La vigilancia se centra en la capacidad de resistencia a las crisis, la fiabilidad operativa, la seguridad, la continuidad del negocio, los procesos internos de gestión de riesgos y los grandes proyectos de SWIFT. Las actividades de vigilancia realizadas por los bancos centrales tienen por objeto asegurar que SWIFT dispone de mecanismos de gobierno, estructuras, procesos, procedimientos de gestión de riesgos y controles adecuados para hacer frente eficazmente a los riesgos que pueda plantear para la estabilidad financiera y la solidez de las infraestructuras financieras.

En 2009, las actividades de vigilancia de SWIFT se centraron en:

- i) la puesta en marcha del programa de arquitectura distribuida orientado a rediseñar la arquitectura técnica de SWIFT, incluyendo el seguimiento de los avances realizados en la comprobación del grado de preparación operativa y en la migración de los clientes, así como en la creación de un nuevo centro de mando y control en la región Asia-Pacífico;
- ii) la evolución de la capacidad de conexión de SWIFT ofrecida a los clientes;
- iii) el seguimiento de nuevos proyectos con impacto potencial en la confidencialidad, la integridad y la disponibilidad de servicios críticos de SWIFT; y
- iv) la evaluación basada en el riesgo de la defensa cibernética de SWIFT, centrada en las prácticas de seguridad organizativa y operativa.

En 2009, SWIFT anunció la adopción de una iniciativa interna denominada Lean@SWIFT, encaminada a reducir los costes de explotación de la organización a través de la simplificación de algunos procesos. Los responsables de la vigilancia están realizando un estrecho seguimiento de las actuaciones de SWIFT en relación con esta iniciativa, con objeto de asegurarse de que se preste especial atención al mantenimiento constante de la capacidad de resistencia y la disponibilidad de los servicios de SWIFT.

4.2 SISTEMAS E INSTRUMENTOS DE PEQUEÑOS PAGOS

El Eurosistema extiende su vigilancia a los sistemas e instrumentos de pequeños pagos. En 2009, el BCE siguió liderando el seguimiento del funcionamiento de STEP2, un sistema de

pequeños pagos transfronterizos en euros y, en medida creciente, también nacionales, operado por EBA CLEARING.

El 2 de noviembre de 2009, EBA CLEARING puso en marcha dos servicios adicionales de STEP2 (CORE y B2B) para los adeudos directos SEPA. Se considera que estos dos servicios cumplen las respectivas normas de funcionamiento elaboradas por el Consejo Europeo de Pagos y su introducción no alteró el nivel de cumplimiento de los correspondientes estándares de vigilancia por parte STEP2.

En 2009, el Eurosistema continuó la evaluación de las redes de tarjetas de pago que operan en la zona del euro, para comprobar que se ajustan a los estándares de vigilancia para estas redes aprobados en enero de 2008. La evaluación abarca 26 redes, de las cuales cuatro son internacionales. Algunas redes de tarjetas de pago han sido eximidas de la aplicación de los estándares de vigilancia. Las redes internacionales son examinadas por grupos de evaluación cooperativa, integrados por un banco central responsable principal de la vigilancia y otros bancos centrales que participan voluntariamente.

A los efectos de esta evaluación, el BCE, como responsable principal por parte del Eurosistema de la vigilancia de VISA Europa, Diners/Discover y American Express, firmó unos Protocolos de Cooperación con estas redes de tarjetas, mientras que el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, como responsable principal de la vigilancia de MasterCard Europa, firmó un Protocolo de Cooperación similar con la citada red.

Las evaluaciones de las redes nacionales e internacionales de tarjetas serán revisadas para garantizar la aplicación uniforme de los estándares de vigilancia. Este proceso comenzará a principios de 2010 y, a finales de año, se publicará un informe en el que se recogerán de manera agregada los principales resultados de este examen.

Sobre la base de los criterios y estándares de vigilancia armonizados del Eurosistema para los instrumentos de pago definidos en el documento titulado «Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», el Eurosistema elaboró unos marcos de vigilancia para las transferencias y los adeudos directos e invitó a todas las partes interesadas a enviar sus comentarios a estos documentos antes de noviembre de 2009. Tras tomar en consideración los comentarios sobre esta consulta pública, se ultimarán la versión final de los marcos de vigilancia en 2010.

4.3 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES Y DERIVADOS

El Eurosistema tiene especial interés en el adecuado funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de valores, debido a que la aplicación 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 los activos de garantía.

El Eurosistema evalúa los sistemas de liquidación de valores (SLV) de la zona del euro, así como los enlaces entre esos SLV, para determinar su nivel de cumplimiento de los estándares que la propia institución ha establecido en su calidad de usuario de estos sistemas²⁷. Los SLV y los enlaces quedan admitidos para las operaciones de crédito del Eurosistema si cumplen estos estándares, en relación con los cuales el Eurosistema evalúa también SLV y enlaces nuevos o actualizaciones importantes de sistemas ya admitidos.

En agosto de 2009, el Eurosistema concluyó la evaluación exhaustiva de todos los SLV, enlaces directos y enlaces en los que un tercer depositario de valores actúa como intermediario. La evaluación confirmó que

²⁷ «Estándares para el uso de los sistemas de liquidación de valores de la UE en las operaciones de crédito del SEBC», enero de 1998.

todos ellos mostraban un elevado nivel general de cumplimiento y que, cuando se consideró necesario, los SLV se esforzaron por mejorar su grado de cumplimiento. Además, se evaluó un nuevo enlace en el que un tercer depositario de valores actúa como intermediario y su enlace directo subyacente, y se comprobó que cumplían los estándares establecidos por el Eurosistema en su calidad de usuario.

RECOMENDACIONES SEBC-CREV PARA LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES EN LA UNIÓN EUROPEA

En junio de 2009, el SEBC y el CREV (Comité de Reguladores Europeos de Valores, CESR en sus siglas en inglés) publicaron el documento titulado «Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union»²⁸. Las recomendaciones formuladas en este documento, que tienen por objeto aumentar la seguridad, la solidez y la eficiencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores y de las entidades de contrapartida central (ECC) de la UE, se basan en las recomendaciones para los SLV y las ECC formuladas por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, en sus siglas en inglés) y por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés), y son al menos tan rigurosas como estas.

La adopción y publicación de las recomendaciones SEBC-CREV finales es un paso importante hacia el establecimiento de un conjunto de requisitos mínimos para garantizar la seguridad y la solidez de las infraestructuras de actividades posteriores a la negociación en la UE. Las recomendaciones están dirigidas a los reguladores y a las autoridades responsables de la vigilancia, que las utilizarán como instrumento de regulación y se esforzarán por lograr una aplicación uniforme y en igualdad de condiciones para los SLV y las ECC de la UE. Está previsto que los SLV y las ECC publiquen sus respuestas a las principales preguntas formuladas en el informe SEBC-CREV, y que su evaluación en relación con estas recomendaciones haya terminado a finales de 2011.

Para elaborar estas recomendaciones se consultó a la Comisión Europea, al Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS, en sus siglas en inglés), a los participantes en el mercado y a distintas asociaciones relevantes, y se invitó a todas las partes interesadas a presentar sus comentarios en dos consultas públicas. La revisión tuvo en cuenta todos los cambios recientes en materia de regulación y legislación, así como otras iniciativas puestas en marcha desde que el trabajo inicial, que comenzó en 2001, se interrumpió en 2005. En vista del riesgo para la estabilidad financiera planteado por el número creciente de exposiciones a derivados OTC, se tomaron también en consideración los riesgos de los derivados OTC al revisar y finalizar las recomendaciones para las ECC.

INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO PARA LOS DERIVADOS OTC

El desarrollo de infraestructuras adecuadas para los mercados de derivados OTC es un objetivo prioritario para incrementar la transparencia y la capacidad de resistencia de estos mercados. Aunque esta tarea se centró inicialmente en los seguros de riesgo de crédito (CDS), que fueron objeto de especial atención durante la crisis financiera, posteriormente se amplió a los derivados OTC de una forma más general.

Una importante línea de trabajo consistió en promover la compensación de los derivados OTC a través de ECC. El fuerte apoyo del sector público de la UE y las iniciativas del sector privado favorecieron la creación, en julio de 2009, de dos ECC para los seguros de riesgo de crédito en la UE: Eurex Credit Clear (radicada en la zona del euro) e ICE Clear Europe (radicada en el Reino Unido). El Consejo de Gobierno acogió con satisfacción estos avances en su decisión de 16 de julio de 2009. Al mismo tiempo, el Consejo señaló que daba especial prioridad al uso de infraestructuras en la zona del euro para la compensación de los seguros de riesgo de crédito denominados en euros, indicando que sometería dicho uso a un atento seguimiento. En un reciente trabajo

²⁸ Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

analítico, el Eurosistema destacó también la importancia de disponer de infraestructuras en la zona del euro para los derivados OTC y señaló el riesgo sistémico que los mercados de derivados OTC plantean para la zona, debido a que el euro es una de las principales monedas de denominación de los contratos de derivados OTC²⁹.

Dada la importancia creciente de las ECC y de otras infraestructuras de mercado, como los Registros de Operaciones, en los mercados de derivados OTC es necesario establecer un marco de regulación y vigilancia adecuado para garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de estas entidades. En este contexto, las recomendaciones SEBC-CREV para los SLV y las ECC de junio de 2009, analizadas en la sección precedente, tuvieron en cuenta una serie de riesgos inherentes a la compensación de los derivados OTC. Asimismo, se está trabajando también a escala internacional con vistas a garantizar una interpretación y aplicación uniformes de los estándares de vigilancia pertinentes de las ECC, en lo que respecta, especialmente, a los derivados OTC. En julio de 2009, se inició una revisión de las recomendaciones CPSS-IOSCO de 2004 para las ECC respecto a los derivados OTC³⁰, que incluirán también consideraciones relativas a los Registros de Operaciones. Además, con la creación del Foro de Reguladores de Derivados OTC, se ha establecido un marco para la coordinación y el intercambio de información, de forma permanente y a nivel mundial, entre las autoridades competentes en materia de infraestructuras de derivados OTC o con un interés legítimo en las mismas³¹.

En principio, los mercados de derivados OTC deberán cumplir los mismos estándares de transparencia, eficiencia y seguridad que los que se consideren adecuados para los mercados de otros productos financieros, al tiempo que habrán de reflejar las características específicas de los distintos productos.

El 20 de octubre de 2009, la Comisión Europea definió las actuaciones futuras que se propone

realizar en relación con los mercados de derivados OTC³². El Eurosistema contribuyó al desarrollo de este plan de actuación con su aportación a la consulta de la Comisión Europea de julio de 2009 sobre posibles medidas para incrementar la capacidad de resistencia de los mercados de derivados OTC³³ y seguirá proporcionando asesoramiento e información acerca del desarrollo de las medidas reguladoras contempladas.

VIGILANCIA DE TARGET2-SECURITIES

TARGET2-Securities (T2S) es una infraestructura que tiene por objeto agrupar todos los valores europeos en una plataforma única sin fronteras y ofrecer un servicio de liquidación básico y neutral, reforzando así la estrategia de Lisboa. En 2007, el Consejo ECOFIN subrayó que debería preservarse la seguridad y la eficiencia de los mecanismos de supervisión aplicables a los depositarios centrales de valores (DCV), por lo que era necesario analizar las implicaciones de T2S para estos mecanismos.

Al haberse publicado información sobre distintos elementos clave del diseño y del marco operativo y legal de T2S, el 18 de junio y el 26 de agosto de 2009, el Eurosistema reunió a representantes de los bancos centrales y de los supervisores interesados en unos seminarios destinados a estudiar el carácter crítico de T2S para los bancos centrales y los DCV que utilizarán sus servicios. Asimismo, dado que T2S ofrecerá servicios transfronterizos a DCV y bancos centrales de países pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro, un elevado número de supervisores y responsables de la vigilancia tendrán interés en recibir información

29 El informe titulado «OTC derivatives and post-trading infrastructures» se publicó en la dirección del BCE en Internet en septiembre de 2009.

30 Para más información, véase la nota de prensa del BPI de 20 de julio de 2009 (<http://www.bis.org>).

31 Para más información sobre este foro, véase la nota de prensa del Banco de la Reserva Federal de Nueva York de 24 de septiembre de 2009 (<http://www.newyorkfed.org>).

32 Puede consultarse la comunicación titulada «Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions» en la dirección de la Comisión Europea en Internet (<http://ec.europa.eu>).

33 La contribución del Eurosistema se publicó el 4 de septiembre de 2009 en la dirección del BCE en Internet.

de T2S, para poder desempeñar sus funciones reguladoras de conformidad con su respectivo régimen jurídico. Hasta el momento, todas las autoridades competentes han apoyado la idea de establecer un marco cooperativo para los servicios de T2S. Este marco no afectaría a la potestad legal de las distintas autoridades sobre los sistemas nacionales en virtud de la legislación de sus respectivos países ni al ejercicio de esta potestad. En cuanto el citado marco cooperativo quede aprobado, se informará a los participantes en T2S. Todas las autoridades competentes consideran necesario realizar una revisión preliminar del diseño de T2S desde una perspectiva de vigilancia durante la fase de desarrollo.

4.4 OTRAS ACTIVIDADES

En noviembre de 2009, el Eurosistema publicó por primera vez un informe sobre vigilancia³⁴. Con esta nueva publicación, el Eurosistema se propone informar a las autoridades públicas, a los proveedores de infraestructuras de mercado y a sus participantes, así como al público en general, sobre el desempeño de sus funciones de vigilancia y su valoración de la seguridad y la solidez de las infraestructuras de pago, compensación y liquidación de la zona del euro.

El informe de vigilancia presentaba una panorámica de las funciones de vigilancia del Eurosistema, describiendo el marco institucional y los estándares y requisitos de vigilancia, así como la forma práctica en que se lleva a cabo la vigilancia de los sistemas y la cooperación necesaria para realizarla. Además, el informe proporcionaba información sobre las actividades de vigilancia del Eurosistema en 2008 y los principales avances en 2009. Finalmente, el informe señalaba las prioridades futuras del Eurosistema en materia de vigilancia.

El BCE publicó un glosario de términos relativos a los sistemas de pago, compensación y liquidación. Estos términos están definidos de una manera fácil de comprender, con el fin de promover su aceptación por los participantes

en el mercado y por el público en general. Con la publicación de este glosario se pretende garantizar que los términos se utilicen de manera uniforme en todas las publicaciones del SEBC y que se puedan utilizar también como referencia en otras instituciones de la UE. El glosario, elaborado por un comité de expertos, fue sometido a consulta pública durante tres meses. Todos los comentarios recibidos se publicaron en la dirección del BCE en Internet.

En 2009, la Autoridad Monetaria de Hong Kong realizó una evaluación de la vigilancia del sistema Euro CHATS. El resultado general de la evaluación fue positivo, ya que Euro CHATS mostró un elevado nivel de cumplimiento de todos los Principios Básicos pertinentes. El Eurosistema tiene interés en la seguridad de los procedimientos de liquidación de los sistemas extraterritoriales que procesan operaciones en euros, como Euro CHATS. De conformidad con los principios de vigilancia cooperativa internacional, la Autoridad Monetaria de Hong Kong consultó e intercambió información con el BCE en el proceso de evaluación del sistema Euro CHATS, y el BCE formuló comentarios al informe de la citada Autoridad.

Por último, el BCE publica estadísticas anuales sobre pagos y sobre negociación, compensación y liquidación de valores. Se ofrecen datos desglosados por países y, a partir de 2007, solo se pueden consultar en formato electrónico, descargándolos de la sección Statistical Data Warehouse, en la dirección del BCE en Internet. Los datos correspondientes a 2008 se publicaron el 11 de septiembre de 2009.

34 «Eurosysteem oversight report 2009», noviembre de 2009.



Vista del interior del antiguo Grossmarkthalle, un edificio protegido (febrero de 2008). El Grossmarkthalle, diseñado por Martín Elsaesser, era la estructura diáfana de hormigón armado más grande del mundo cuando se terminó de construir en 1928.

CAPÍTULO 4

ASUNTOS EUROPEOS Y RELACIONES INTERNACIONALES

I ASUNTOS EUROPEOS

En 2009, el BCE siguió manteniendo contactos regulares con las instituciones y los foros europeos, en particular con el Parlamento Europeo (véase capítulo 5), el Eurogrupo, el Consejo ECOFIN y la Comisión Europea. El presidente del BCE participó en las reuniones del Eurogrupo, así como en las reuniones del Consejo ECOFIN en las que se debatieron temas relacionados con los objetivos y las tareas del SEBC. Además, el presidente del BCE fue invitado a participar en las reuniones del Consejo Europeo en las que se trataron temas relacionados con la crisis económica y financiera. El presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asistieron a las reuniones del Consejo de Gobierno cuando lo estimaron oportuno.

I.1 CUESTIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

MEDIDAS ADOPTADAS POR LA UE FRENTE A LA CRISIS FINANCIERA

En 2009, la crisis económica y financiera siguió siendo el tema dominante en la agenda política europea. Los órganos rectores y los Estados miembros de la UE continuaron aplicando el Plan Europeo de Recuperación Económica acordado por el Consejo Europeo en diciembre de 2008. El BCE contribuyó al diseño de varias medidas de apoyo al sector financiero, por ejemplo, formulando recomendaciones sobre las garantías públicas para la deuda bancaria y el precio de las recapitalizaciones, así como orientaciones respecto a los planes de apoyo a los activos bancarios.

Para dar una respuesta estructural a más largo plazo a la crisis, el 25 de febrero de 2009, el grupo de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE, presidido por Jacques de Larosière, presentó un informe en el que se formulan propuestas y recomendaciones para un nuevo programa regulatorio, una supervisión coordinada más sólida y procedimientos efectivos de gestión de crisis.

El Consejo Europeo consideró las recomendaciones contenidas en dicho informe,

junto con la comunicación de la Comisión Europea de 27 de mayo de 2009 sobre supervisión financiera europea y las conclusiones del Consejo ECOFIN de 9 de junio de 2009. En la reunión celebrada los días 18-19 de junio de 2009, el Consejo Europeo alcanzó un acuerdo sobre diversos temas relativos a la creación de una nueva arquitectura de supervisión financiera para la UE. Más concretamente, el Consejo Europeo manifestó su respaldo a la creación de una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), encargada de evaluar y hacer un seguimiento de las posibles amenazas para la estabilidad financiera y, en caso necesario, formular advertencias respecto a los riesgos y recomendaciones en cuanto a las medidas oportunas y el seguimiento de su aplicación. En las conclusiones aprobadas por el Consejo ECOFIN el 9 de junio de 2009 se especifica que el BCE proporcionará apoyo analítico, estadístico, administrativo y logístico a la JERS, basándose también en el asesoramiento técnico de los BCN y los supervisores. Para garantizar una adecuada rendición de cuentas, la JERS deberá informar, como mínimo dos veces al año, e incluso con mayor frecuencia si fuese necesario, al Consejo de la UE y al Parlamento Europeo.

El Consejo Europeo también recomendó la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (SESF), al objeto de mejorar la calidad y la coherencia de la supervisión nacional y reforzar la vigilancia de los grupos transfronterizos estableciendo colegios de supervisores y un único manual de normas para todas las instituciones financieras del Mercado Único. El Consejo Europeo acordó además que el SESF tendrá potestad vinculante y proporcionada en materia de formulación de políticas a la hora de evaluar el cumplimiento del manual único y de la legislación pertinente de la UE por parte de los supervisores, así como en el caso de que se produzcan desacuerdos entre las autoridades supervisoras, incluidos los que se produzcan dentro de los colegios de supervisores. Al mismo tiempo, las decisiones del SESF no deben afectar en forma alguna a las obligaciones fiscales de los Estados miembros.

Teniendo en cuenta las conclusiones del Consejo Europeo, la Comisión Europea adoptó, el 23 de septiembre de 2009, un conjunto de propuestas legislativas para reforzar la supervisión financiera en la UE, que actualmente están considerando el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE. En su reunión de 20 de octubre de 2009, el Consejo ECOFIN alcanzó un acuerdo general sobre el contenido de las propuestas relativas a la creación de la JERS. El BCE fue consultado respecto a estas propuestas y, el 26 de octubre de 2009, adoptó un dictamen sobre las propuestas de actos jurídicos relativos a la creación de la JERS¹. El 2 de diciembre de 2009, el Consejo ECOFIN adoptó un enfoque general sobre las propuestas legislativas por las que se crean las nuevas autoridades supervisoras europeas microprudenciales. El 8 de enero de 2010², el BCE adoptó un dictamen respecto a dichas propuestas. Véase, en el recuadro 8, una explicación más detallada de las propuestas legislativas, el marco institucional de la JERS y el papel que desempeñará el BCE en este nuevo marco de supervisión.

Finalmente, después de que hubiera aumentado de 12 mm de euros a 25 mm de euros en 2008, el Consejo ECOFIN acordó, el 18 de mayo de 2009, duplicar el importe de los fondos disponibles en virtud del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo para las balanzas de pagos de los Estados miembros, elevándose a 50 mm de euros.

EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

En abril de 2009, el Consejo ECOFIN concluyó que cuatro países de la zona del euro (Irlanda, Grecia, España y Francia), así como un país no perteneciente a la zona (Reino Unido) se encontraban en situación de déficit excesivo y recomendó que lo corrigieran. En julio, el Consejo determinó que también se encontraban en esa situación Malta y varios países no pertenecientes a la zona del euro (Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía) y formuló recomendaciones para corregir esos déficits. En diciembre, se consideró que registraban déficit excesivo otros ocho países de la zona del euro

(Bélgica, Alemania, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia) y un país no perteneciente a la zona, la República Checa, y el Consejo ECOFIN formuló recomendaciones para su corrección. A finales de 2009, un total de 20 países de la UE, 13 de ellos miembros de la zona del euro, se encontraban en situación de déficit excesivo.

Con respecto a los procedimientos de déficit excesivo actualmente en curso, en julio, el Consejo ECOFIN estimó que Hungría había adoptado medidas efectivas para corregir su déficit excesivo siguiendo las recomendaciones anteriormente formuladas. Consciente de que, tras la adopción de las recomendaciones, se habían producido circunstancias económicas adversas e inesperadas, con importantes consecuencias desfavorables para las finanzas públicas, el Consejo decidió adoptar una recomendación revisada, de conformidad con el apartado 7 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea³, por la que se amplía en dos años el plazo original para corregir el déficit excesivo. En diciembre de 2009, el Consejo adoptó decisiones similares con respecto a los procedimientos de déficit excesivo iniciados contra Irlanda, España, Francia y Reino Unido, ampliando, en estos casos, en un año los plazos originales para la corrección de los déficits. Al mismo tiempo, el Consejo ECOFIN decidió que Grecia no había adoptado medidas efectivas en respuesta a la recomendación formulada por el Consejo en abril de 2009 de conformidad con el apartado 8 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea⁴.

En las orientaciones de la primavera de 2009 sobre la política fiscal aprobadas por los ministros de Hacienda de la zona del euro en junio, se reconocía que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituye el marco apropiado para ejecutar y coordinar las políticas presupuestarias.

1 CON/2009/88.

2 CON/2010/5.

3 Actual apartado 7 del artículo 126 del Tratado.

4 Actual apartado 8 del artículo 126 del Tratado. Para más información, véase la sección 2.5 del capítulo 1.

Los Gobiernos se comprometieron a instrumentar sólidas estrategias fiscales de salida a medio plazo, encaminadas a corregir sin demora los déficits excesivos.

En octubre de 2009, el Consejo ECOFIN hizo públicas sus conclusiones respecto a las estrategias fiscales de salida y, partiendo del supuesto de que ya se están produciendo un fortalecimiento y una recuperación autosostenida, pidió a todos los Estados miembros de la UE que iniciasen sus planes de saneamiento de las finanzas públicas, a más tardar, en 2011, señalando que algunos países tendrían que comenzar incluso antes. Además, consideró que el ritmo del ajuste fiscal debería sobrepasar con mucho el valor de referencia del 0,5% del PIB por año, en términos estructurales, en la mayoría de los Estados miembros. El Consejo ECOFIN también pidió que se reforzaran las estrategias fiscales de salida con medidas encaminadas a fortalecer los respectivos marcos presupuestarios nacionales y favorecer la sostenibilidad a largo plazo, y que se coordinaran entre los distintos países en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En julio de 2009, Eurostat publicó una decisión sobre el registro estadístico de las intervenciones públicas orientada a respaldar las instituciones y los mercados financieros durante la crisis financiera, acompañada de una orientación técnica sobre el tema. A raíz de esta decisión, Eurostat, en el contexto del procedimiento de déficit excesivo, se responsabilizará de declarar y publicar, de forma periódica, la información sobre el impacto de esas intervenciones sobre la deuda y los déficits públicos, así como sobre los pasivos contingentes.

En noviembre de 2009, el Consejo ECOFIN formuló sus conclusiones respecto al informe de sostenibilidad 2009 de la Comisión Europea, en el que se evalúa la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países de la UE. Según el informe, trece Estados miembros de la UE presentan un elevado nivel de riesgo con respecto a la sostenibilidad de sus finanzas públicas (Irlanda, Grecia, España, Chipre,

Malta, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia entre los países de la zona del euro, y la República Checa, Letonia, Lituania, Rumanía y Reino Unido entre los no pertenecientes a la zona), mientras que nueve países (Bélgica, Alemania, Francia, Italia, Luxemburgo, Austria y Portugal en la zona del euro, y Hungría y Polonia entre los que no son miembros de la zona) se considera que presentan un riesgo medio. Se considera que Finlandia es el único país de la zona del euro que presenta un riesgo bajo con respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas. En comparación con el informe de sostenibilidad 2006, diez países han pasado a clasificarse en una categoría de riesgo más alto (Irlanda, España, Letonia, Lituania, Malta, Países Bajos, Austria, Polonia, Eslovaquia y Reino Unido), debido, principalmente, al deterioro actual de sus situaciones presupuestarias. Pese a que la incertidumbre que rodea a los saldos presupuestarios estructurales y a las correspondientes proyecciones a largo plazo es mayor de lo habitual, como resultado de la crisis económica y financiera, el Consejo ECOFIN concluyó que el deterioro de las finanzas públicas derivado de la crisis intensificó «notablemente los problemas en materia de sostenibilidad». Por consiguiente, el Consejo pidió que se aborden esos problemas adoptando con determinación la estrategia de tres pilares aprobada en el Consejo Europeo de Estocolmo en 2001, a saber: i) reducción del déficit y de la deuda; ii) aumento de las tasas de empleo, y iii) reforma de los sistemas de protección social.

DE LA ESTRATEGIA DE LISBOA A LA ESTRATEGIA UE 2020

La estrategia de Lisboa —el programa de amplio alcance de reforma económica, social y medioambiental de la UE— entró, en 2009, en el segundo año del ciclo de políticas 2008-2010.

En la primavera de 2009, el Consejo Europeo confirmó las actuales Directrices integradas y aprobó la actualización de las recomendaciones específicas para cada país respecto a las políticas económicas y de empleo de los Estados miembros. El Consejo pidió la aplicación sin demora de esas recomendaciones y subrayó la contribución que las reformas estructurales

podrían hacer para superar los efectos de la crisis económica.

En octubre de 2009, los Estados miembros presentaron informes sobre la aplicación de sus programas de reforma nacionales, en los que se describen los avances realizados por cada Estado miembro con respecto a la aplicación de las respectivas estrategias de reforma estructural. Dichas estrategias incluyen medidas encaminadas a garantizar la sostenibilidad y la calidad de las finanzas públicas, mejorar el entorno regulador de las empresas, invertir en investigación y desarrollo, así como en innovación, estimular la participación de los trabajadores y mejorar la flexibilidad del mercado de trabajo. En diciembre de 2009, el Consejo ECOFIN aprobó las conclusiones sobre la estrategia posterior a Lisboa, la estrategia UE 2020, en las que se pide la instrumentación de acuerdos eficientes para la vigilancia de las reformas estructurales, tanto a nivel nacional como de la UE, sirviéndose de todos los instrumentos que ofrece el Tratado, e invitó a la Comisión Europea a formular propuestas concretas antes de la adopción de una nueva estrategia. En respuesta a estas demandas, la Comisión inició una consulta pública en noviembre de 2009, antes de formular propuestas concretas sobre la nueva estrategia UE 2020 a principios de 2010.

El Eurosistema ha subrayado, en repetidas ocasiones, la importancia de emprender reformas estructurales encaminadas a fomentar el crecimiento y el empleo, mantener unas finanzas públicas sólidas y sostenibles y mejorar la eficiencia del gasto y los ingresos públicos. Los países de la zona del euro en particular deberían seguir adoptando medidas de reforma integrales orientadas a estimular el correcto funcionamiento de la UEM y evitar los desequilibrios. El BCE ha contribuido activamente al debate sobre la estrategia UE 2020 y continuará haciéndolo en 2010.

OTRAS POLÍTICAS DE LA UE

En materia de energía y cambio climático, el BCE continuó realizando un seguimiento de los acontecimientos a escala de la UE, habida

cuenta de sus repercusiones para la economía en su conjunto y para la evolución de los precios en particular.

1.2 ASPECTOS INSTITUCIONALES

En junio de 2009, los ciudadanos de la UE eligieron un nuevo Parlamento Europeo, que celebró su primera sesión el 14 de julio de 2009. El 1 de diciembre de 2009, con la entrada en vigor el Tratado de Lisboa, tomaron posesión de sus respectivos cargos el primer Presidente permanente del Consejo Europeo, Herman van Rompuy, y la nueva Alta Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad, Catherine Ashton. En 2010 se nombró una nueva Comisión Europea, presidida por José Manuel Barroso, que fue designado por los jefes de Estado o de Gobierno para un segundo mandato. Tras la aprobación del Parlamento Europeo, el nuevo colegio de comisarios tomó posesión el 10 de febrero de 2010, terminando su mandato el 31 de octubre de 2014.

EL TRATADO DE LISBOA

Tras la ratificación en 2009, por parte de los Estados miembros de la UE que aún no lo habían hecho, el Tratado de Lisboa entró en vigor el 1 de diciembre de 2009. El BCE expresa su satisfacción por la conclusión con éxito del proceso de ratificación.

El Tratado de Lisboa no introduce cambios fundamentales en las disposiciones ya existentes en el Tratado respecto a la UEM. En lo que se refiere a los cambios de particular relevancia para el SEBC/Eurosistema, el Tratado de Lisboa refuerza del mandato del Eurosistema haciendo de su objetivo fundamental, el mantenimiento de la estabilidad de precios, un objetivo de la UE en su conjunto.

Además, el BCE, que antes era un organismo comunitario sui generis, se convierte en una institución de la Unión. Si bien esta disposición se introdujo para dar más transparencia al marco institucional de la UE, no tiene consecuencias operativas de importancia para el BCE ni

para el SEBC/Eurosistema. Y lo que es más importante, el BCE conserva todos sus rasgos institucionales, incluidas su independencia, sus potestades normativas y su personalidad jurídica. El Tratado refuerza la independencia del BCE anclándola explícitamente su autonomía financiera en el derecho primario.

Además, por primera vez, se mencionan formalmente los términos «euro», «Eurosistema» y «Eurogrupo» se mencionan formalmente en el derecho primario de la UE⁵. Los Estatutos del SEBC también se ajustaron en la forma correspondiente. Otro cambio es el relativo al nombramiento de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE, que serán designados por el Consejo Europeo por mayoría cualificada, de manera que el procedimiento de designación se realizará de la misma manera que los que se siguen para cubrir otros puestos clave de la política de la UE, como la Presidencia del Consejo Europeo. Solo los representantes de los países de la zona del euro votarán para decidir estos nombramientos.

1.3 EVOLUCIÓN Y RELACIONES CON LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

El BCE prosiguió el diálogo de política económica con los bancos centrales de los países candidatos a la UE por medio de reuniones bilaterales y dentro del marco institucional general del proceso de ampliación establecido por la UE.

Las negociaciones de adhesión con Croacia se iniciaron en octubre de 2005. La negociación de los capítulos individuales del *acervo comunitario* comenzó en junio de 2006 y siguió avanzando a lo largo de 2009. Al final del año, ya se habían comenzado a negociar 28 capítulos y se habían concluido provisionalmente las negociaciones relativas a 15 de ellos. El BCE prosiguió sus fructíferas relaciones bilaterales con el Banco Nacional de Croacia, por ejemplo, en el contexto de un diálogo de alto nivel sobre políticas económicas.

Tras iniciarse las negociaciones de adhesión con Turquía en octubre de 2005, la Comisión Europea comenzó a negociar los capítulos individuales del *acervo comunitario* en junio de 2006 y, en ese mismo mes, se cerraron provisionalmente las negociaciones relativas a un capítulo. En diciembre de 2006, el Consejo Europeo decidió, debido a la falta de progresos en la ampliación de la unión aduanera a los Estados miembros de la UE, suspender las negociaciones sobre 8 de los 35 capítulos y no cerrar provisionalmente ningún otro. A finales de 2009, se abrieron las negociaciones sobre 12 capítulos y se cerró provisionalmente uno de ellos. El BCE prosiguió el diálogo de alto nivel de política económica que mantiene desde hace tiempo con el Banco Central de la República de Turquía.

A la antigua República Yugoslava de Macedonia se le reconoció la condición de candidato en 2005. En octubre de 2009, la Comisión Europea recomendó el inicio de las negociaciones de adhesión, si bien el Consejo Europeo no volverá a considerar este asunto hasta marzo de 2010. Los contactos a nivel técnico entre el BCE y el Banco Nacional de la República de Macedonia han seguido siendo sólidos.

En octubre de 2009, el BCE organizó una conferencia económica regional sobre las economías emergentes de Europa, que se centró en el impacto de la crisis económica y financiera mundial sobre los países no pertenecientes a la UE. Pese al alto grado de heterogeneidad de la región, se identificaron algunas tendencias comunes a todos los países. En general, la región se vio afectada gravemente por la crisis, siendo los países que registran fuertes vulnerabilidades internas y externas los que han sufrido el mayor impacto. Si bien hasta ahora se ha evitado una crisis sistémica, persisten la vulnerabilidad y los riesgos, y la mayoría de los países necesitan emprender urgentemente una reforma estructural.

5 Para más información sobre los cambios institucionales introducidos por el Tratado de Lisboa, véase el artículo titulado «Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», en el Boletín Mensual del BCE de enero de 2010.

2 ASUNTOS INTERNACIONALES

2.1 ASPECTOS MÁS DESTACADOS DE LA EVOLUCIÓN DEL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL

SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Como consecuencia del alto grado de integración económica y financiera, el entorno económico mundial es extremadamente relevante para la aplicación de la política económica en la zona del euro. Así pues, el Eurosistema vigila estrechamente y analiza las políticas macroeconómicas y la evolución subyacente en los países no pertenecientes a la zona del euro. El BCE también desempeña un papel importante en el proceso de supervisión multilateral internacional de las políticas macroeconómicas, que se realiza, principalmente, en las reuniones de organismos internacionales, como el BPI, el FMI y la OCDE, así como en otros foros, en concreto las reuniones del G-7 y, cada vez con mayor frecuencia, de los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales del G-20.

En 2009, el entorno económico internacional se caracterizó por una estabilización gradual de la actividad económica mundial. Los fuertes desequilibrios externos, considerados como un síntoma de la agudización de los riesgos sistémicos en la economía mundial, y, aunque siguen siendo importantes, parece que se redujeron a lo largo del año, debido, en gran medida, a factores transitorios. El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos descendió desde el 4,9% del PIB en 2008 al 2,9% del PIB en 2009, es decir, la mitad del nivel observado en 2006 (el año en que se registraron los mayores desequilibrios en términos absolutos), mientras que el superávit de Japón se mantuvo próximo al 3% del PIB esos dos años. El superávit de comercio de mercancías de China también comenzó a descender, desde aproximadamente el 10% del PIB en 2006 a menos del 6% en 2009. Al igual que en los últimos años, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se situó en una posición cercana al equilibrio en 2009.

No obstante, la corrección de los desequilibrios mundiales tuvo su origen, en gran medida, en factores cíclicos y transitorios asociados a la crisis, como el desapalancamiento mundial, la caída de la demanda privada, el descenso de los precios del petróleo y las correcciones de los precios de los activos financieros, y no tanto en factores estructurales.

En lo que se refiere a los factores estructurales relacionados con los desequilibrios mundiales, el endeudamiento neto de los hogares estadounidenses fue uno de los determinantes clave del creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos en los años previos a la crisis. Desde comienzos de la década de 2000 hasta el verano de 2007, las entradas de inversiones de cartera—provenientes, en su mayoría, de inversores del sector privado—financiaron totalmente el déficit comercial de Estados Unidos. Estas inversiones de cartera, sobre todo en deuda pública, crecieron de forma acusada tras la intensificación de la crisis a finales de 2008, para moderarse después, a partir de marzo de 2009, al recuperarse la inclinación por el riesgo a escala mundial, mientras que el endeudamiento neto de los hogares estadounidenses se redujo considerablemente entre julio de 2007 y agosto de 2009. Al mismo tiempo, las limitadas redes de protección social y el insuficiente desarrollo financiero de las economías emergentes de Asia siguieron incentivando la canalización de los cuantiosos ahorros de la región hacia el exterior, al tiempo que la economía de estos países continuó orientándose principalmente hacia las exportaciones.

Pese a las alentadoras señales de estabilización y recuperación, en 2009 varios países siguieron recibiendo asistencia del FMI (véase la siguiente sección sobre la arquitectura financiera internacional). Los principales bancos centrales continuaron proporcionando asistencia en materia de liquidez a los bancos centrales de otros países para facilitar el funcionamiento de los mercados monetarios en las economías emergentes.

Dicha asistencia incluyó líneas *swap* ampliadas de provisión de liquidez con los bancos centrales de cuatro grandes economías de importancia sistémica.

En varias ocasiones a lo largo de 2009, el Eurosistema hizo hincapié en los riesgos y las distorsiones que surgirían si reaparecieran los desequilibrios mundiales, y manifestó su apoyo a un reequilibrio de las tendencias de la demanda mundial. Concretamente, el Eurosistema ha insistido repetidas veces en la adopción de políticas encaminadas a fomentar el ahorro público y privado en los países que registran déficit por cuenta corriente, en la puesta en marcha de nuevas reformas estructurales en las economías industrializadas con un crecimiento potencial relativamente bajo, en la aplicación de medidas para incrementar la demanda interna en las economías emergentes, en una asignación más eficiente del capital en estas economías y en la necesidad de mejorar, en general, los sistemas de evaluación de los riesgos. En el contexto de las diversas opciones que se contemplan actualmente para mejorar la arquitectura financiera internacional (véase más adelante), el Eurosistema ha subrayado que esas mejoras deberían no solo fomentar la disciplina en los mercados financieros, sino también intensificar la disciplina en materia de política macroeconómica. Un marco de supervisión económica multilateral reforzado debería poder garantizar que las políticas económicas, especialmente en los países de importancia sistémica, sean sostenibles y se orienten a la estabilidad. El reequilibrio de la economía mundial también recibió el apoyo del G-20, tal como consta en el comunicado de Pittsburgh sobre un marco que favorezca un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado.

Finalmente, la propia zona del euro está sujeta a la supervisión internacional de sus políticas. En 2009, el FMI realizó su examen periódico de las políticas monetaria, financiera y económica de la zona del euro como complemento a los realizados para cada uno de los países que la integran. Las consultas del Artículo IV del FMI brindaron la oportunidad de entablar un

fructífero debate entre el FMI y el BCE, la presidencia del Eurogrupo y la Comisión Europea. Concluidas las deliberaciones, el FMI elaboró un informe en el que evaluó las políticas de la zona del euro⁶.

ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

La crisis financiera mundial dio lugar a un amplio debate sobre la estructura y el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional. Tras su primera cumbre sobre los mercados financieros y la economía mundial, celebrada en la ciudad de Washington en noviembre de 2008, los líderes del G-20 se reunieron por segunda vez en abril de 2009 en Londres. Reiteraron sus anteriores demandas en el sentido de que se adoptaran medidas en materia de regulación financiera y políticas macroeconómicas y subrayaron su compromiso con la apertura de los mercados y el libre comercio. Además, los líderes del G-20 acordaron crear un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera, con un mandato reforzado y un mayor número de participantes, en sustitución del Foro sobre Estabilidad Financiera. Asimismo, acordaron modificar el marco normativo financiero para hacer frente a la prociclicidad de los requerimientos de capital y los riesgos macroprudenciales, y para hacer extensiva la regulación financiera a todas las instituciones, los instrumentos y los mercados financieros de importancia sistémica. También acordaron medidas para financiar y reformar las instituciones financieras internacionales. En la cumbre celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009, los líderes del G-20 analizaron en qué medida se han cumplido los compromisos previos y confirmaron su apoyo constante a la cooperación internacional para hacer frente a los retos de política económica a escala mundial. Subrayando el papel que el G-20 había desempeñado en la instrumentación de las respuestas a la crisis financiera mundial, los líderes definieron el G-20 como «el primer foro para nuestra cooperación económica internacional». El G-20 también puso en marcha un «Marco para un crecimiento sólido, sostenible

⁶ «Euro area policies: 2009 Article IV consultation – staff report», FMI, agosto de 2009.

y equilibrado», que tiene por objeto ayudar a gestionar la transición desde la respuesta a la crisis a una trayectoria de crecimiento mundial sólido, sostenible y equilibrado, así como hacer frente a los desequilibrios mundiales que contribuyeron a la crisis financiera. El marco prevé un proceso de evaluación mutua para determinar cómo encajan entre sí los marcos normativos y las políticas económicas nacionales y regionales de los países miembros del G-20 y si son coherentes con el objetivo de crecimiento sólido, sostenible y equilibrado. En el ámbito de la regulación financiera, el G-20 identificó cuatro aspectos prioritarios en los que se deberá seguir trabajando, fijando para cada caso resultados y plazos específicos: i) acumular capital de alta calidad y atenuar la prociclicidad, ii) reformar las prácticas de remuneración para apoyar la estabilidad financiera, iii) mejorar los mercados de derivados OTC, y iv) abordar las cuestiones de resoluciones en el ámbito transfronterizo y de las instituciones financieras de importancia sistémica.

Dado que los préstamos del FMI aumentaron significativamente tras el inicio de la crisis financiera mundial, se intensificaron los debates sobre cuál debería ser el tamaño adecuado de sus recursos. En la cumbre celebrada en Londres el 2 de abril de 2009, el G-20 acordó incrementar los recursos disponibles para las instituciones financieras en un total de 1,1 billones de dólares estadounidenses; las medidas incluían el compromiso de triplicar los recursos del FMI de los 250 mm de dólares previos a la crisis a 750 mm de dólares, y el respaldo a una asignación de derechos especiales de giro (DEG) de 250 mm de dólares. El G-20 también pidió la ratificación urgente de la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo y de la reforma de 2008 sobre las cuotas y la representación.

En el otoño de 2009, los compromisos bilaterales asumidos por varios países miembros del FMI, incluidos unos 175 mm de dólares estadounidenses de los Estados miembros de la UE⁷, ya habían alcanzado el objetivo de 500 mm de dólares estadounidenses, en forma de acuerdos de préstamo, compras de pagarés

del FMI o aportaciones directas a los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (NAP)⁸ ampliados y reformados. Haciendo hincapié en que el FMI es, y debería seguir siendo, una institución basada en cuotas, los países miembros también acordaron que el tamaño apropiado de los recursos del Fondo, así como su composición, es decir, el equilibrio entre recursos basados en las cuotas y recursos obtenidos en préstamo, habrían de examinarse en un futuro próximo, es decir, con ocasión de la próxima revisión de cuotas (que se ha adelantado del año 2013 a enero de 2011), o de la revisión de los NAP. En línea con el programa integral de reformas (revisión general de las cuotas y de la representación de los países miembros en el FMI) acordado en 2008, un objetivo clave de la próxima revisión de cuotas será alinear en mayor medida las cuotas con el peso relativo y el papel de cada país miembro en la economía mundial. En la cumbre de Pittsburgh, el G-20 manifestó su compromiso de modificar las cuotas de manera que el aumento favorezca a los mercados emergentes dinámicos y a los países en desarrollo, como mínimo en un 5%, en detrimento de los países sobrerrepresentados y en beneficio de los que no están suficientemente representados. El G-20 acordó también que era necesario abordar cuestiones tales como el tamaño y la composición del Directorio Ejecutivo del FMI, encontrar formas de mejorar la eficacia del Directorio y fomentar la participación de los gobernadores del Fondo en la supervisión estratégica del FMI.

La asignación general de DEG, equivalente a 250 mm de dólares estadounidenses, entró en vigor el 28 de agosto de 2009, y la asignación

7 El Consejo Europeo celebrado los días 19 y 20 de marzo de 2009, anunció que los Estados miembros de la UE estaban dispuestos a proporcionar asistencia al Fondo, rápidamente y con carácter transitorio, por un total de 75 mm de euros. En su reunión de 2 de septiembre de 2009, el Consejo ECOFIN aumentó la contribución agregada de la UE hasta 125 mm de euros (es decir, alrededor de 175 mm de dólares estadounidenses del momento).

8 Acuerdos de crédito entre el FMI y un grupo de países miembros e instituciones para proporcionar recursos adicionales al FMI, a fin de prevenir o hacer frente a una disfunción del sistema monetario internacional o a una situación excepcional que suponga una amenaza para la estabilidad del mismo.

especial de DEG, de alrededor de 32 mm de dólares, el 9 de septiembre de 2009, tras la aceptación, por parte de Estados Unidos, de la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo, pendiente desde 1997. Con estas dos asignaciones, que ascienden en total a unos 282 mm de dólares estadounidenses, el saldo vivo de DEG casi se multiplicó por diez, hasta situarse en torno a 316 mm de dólares. Las asignaciones correspondientes a todos los países de la zona del euro ascienden a un total de 47 mm de DEG (equivalente a aproximadamente 74 mm de dólares).

Para hacer frente a la crisis financiera, el FMI, entre otras medidas, reformó radicalmente su sistema de préstamos en marzo de 2009. Aspectos clave de la reforma fueron: i) la creación de un nuevo servicio financiero (Línea de Crédito Flexible) diseñado para países con fundamentos económicos, políticas e historiales muy sólidos en lo que se refiere a la ejecución de la política económica; ii) la duplicación de los límites de acceso de los países miembros a los recursos del Fondo; iii) la racionalización de la condicionalidad de los programas, incluida la eliminación de los criterios de ejecución estrictos en materia de ajuste estructural de los programas respaldados por el Fondo; iv) la simplificación de los procedimientos de los acuerdos de «alto acceso» que puedan ser utilizados de modo precautorio por parte de los países miembros prestatarios, y v) la simplificación de las estructuras de costes y vencimientos, así como la eliminación de los servicios financieros poco utilizados, como el Servicio de Complementación de Reservas.

El uso de los recursos del Fondo siguió siendo significativo en 2009. En el marco de los programas ordinarios de acuerdos de derecho de giro, se suscribieron acuerdos con varios países, entre ellos, Rumanía, Serbia, Bosnia y Herzegovina, Sri Lanka y Belarús. En el contexto de los servicios financieros de reciente creación, se aprobó la participación de México, Polonia y Colombia en la Línea de Crédito Flexible, mientras que algunas economías

centroamericanas (Costa Rica, El Salvador y Guatemala), así como Gabón, suscribieron Acuerdos Precautorios de Alto Acceso.

A lo largo de 2009, el FMI dedicó una especial atención a mejorar sus actividades de supervisión de las cuestiones macrofinancieras y financieras. El G-20 encomendó al FMI y al recién creado Consejo de Estabilidad Financiera la puesta en marcha de un mecanismo conjunto de alerta temprana que permita detectar las principales vulnerabilidades macrofinancieras. Además, se reformó por completo el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF), desarrollado conjuntamente por el Banco Mundial y el FMI, a fin de aumentar su eficacia y posibilitar una mejor integración de los resultados del PESF en la supervisión bilateral. El PESF cumple una doble función, en la medida en que evalúa tanto la estabilidad financiera como las necesidades de desarrollo. Habida cuenta de los cambios que ha experimentado el entorno mundial desde octubre de 2008, el FMI también ha reconsiderado su Declaración de Prioridades de Supervisión, que orienta la labor de este organismo hasta 2011. Entre las prioridades económicas sigue incluyéndose el fortalecimiento del sistema financiero mundial, pero ahora también se centran en conseguir una reversión ordenada de las medidas de política relacionadas con la crisis, a fin de garantizar una recuperación sostenida, y en fomentar un reequilibrio de la demanda mundial para apoyar el crecimiento y, al mismo tiempo, mantener controlados los desequilibrios mundiales. De cara al futuro, el FMI asumirá una nueva función, proporcionando información analítica para el proceso de evaluación mutua del G-20 en el contexto del nuevo marco para un «crecimiento sólido, sostenible y equilibrado». Finalmente, dada la necesidad de que el FMI amplíe el alcance de sus actividades de supervisión, se está revisando actualmente el mandato del organismo para considerar la posibilidad de extenderlo a toda la gama de políticas macroeconómicas y del sector financiero que tienen un impacto sobre la estabilidad a escala mundial.

La comunidad financiera internacional también ha seguido promoviendo mecanismos para la prevención y la resolución ordenada de las crisis. En este contexto, los deudores soberanos y sus acreedores e inversores privados avanzaron aún más en la aplicación de los principios para la estabilidad de los flujos de capital y la equitativa reestructuración de la deuda en los mercados emergentes, que habían sido aprobados por los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales del G-20 en 2004. El objetivo de dichos principios, que se basan en el mercado y son de carácter voluntario, es ofrecer orientaciones respecto al diálogo, la estrecha colaboración y la forma de compartir la información. Un número cada vez mayor de instituciones financieras y países emisores han manifestado su apoyo a los principios y han mostrado particular interés en promover su implementación. En su reunión más reciente, celebrada en Estambul en octubre de 2009, el Grupo de Fideicomisarios, órgano integrado por altos representantes del mundo financiero, creado para asesorar sobre la aplicación de los principios, analizó los avances logrados dentro del marco de la arquitectura financiera internacional y formuló algunas orientaciones para el futuro.

2.2 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. Además, la asistencia técnica prestada por el Eurosistema siguió siendo un instrumento importante para fortalecer la capacidad administrativa de los bancos centrales de esos países, especialmente en las regiones vecinas de la UE, y potenciar el cumplimiento de las normas europeas e internacionales. El BCE también participó activamente, junto con la Comisión Europea, en el diálogo macroeconómico de la UE con algunas de las principales economías emergentes (como Rusia, India y Egipto) y con países vecinos de la UE.

El BCE siguió profundizando en sus relaciones con los países de la región occidental de los Balcanes. El 1 de septiembre de 2008, el BCE y 17 BCN⁹ de la UE pusieron en marcha, junto con el Banco Nacional de Serbia, un programa de asistencia técnica de nueve meses de duración. El programa, financiado por la Agencia Europea de Reconstrucción, proporcionó al Banco Nacional de Serbia un informe de análisis de necesidades sobre los progresos que deben realizarse en algunas áreas de banca central como preparación para la adhesión a la UE¹⁰. Entre dichas áreas, cabe mencionar la supervisión bancaria, la armonización de la legislación nacional con el *acervo comunitario* que recaiga en el ámbito de competencia del Banco Nacional de Serbia, la liberalización de los movimientos de capitales, la ejecución de la política monetaria y el régimen cambiario, las estadísticas monetarias, financieras y de balanza de pagos y la protección del consumidor de servicios financieros.

La cooperación que se mantiene con el Banco Central de Egipto se tradujo en la puesta en marcha de un nuevo programa de tres años de duración, a partir del 1 de enero de 2009, financiado por la Comisión Europea. El programa contará con la participación de expertos del BCE, el Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), el Česká národní banka, el Deutsche Bundesbank, el Banco de Grecia, la Banque de France, la Banca d'Italia y la Banca Națională a României. El objetivo del programa es fortalecer progresivamente la supervisión bancaria en Egipto para lograr un cumplimiento básico del marco de Basilea II, de acuerdo con la estrategia trazada por el Banco Central de Egipto. El programa de cooperación técnica con el Banco de Rusia, financiado por la Comisión Europea, continuó en 2009. El

9 Los BCN de Bélgica, Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Alemania, Estonia, Grecia, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Hungría, Países Bajos, Austria, Polonia, Rumanía y Reino Unido.

10 En diciembre de 2008, la Agencia Europea de Reconstrucción suspendió oficialmente las operaciones y transfirió sus derechos y obligaciones a la Delegación de la Comisión Europea (desde el 1 de diciembre de 2009, «la Delegación de la Unión Europea») en la República de Serbia.

Eurosistema (el BCE en asociación con el Deutsche Bundesbank, el Banco de Grecia, el Banco de España, la Banque de France, la Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, el Oesterreichische Nationalbank y el Suomen Pankki - Finlands Bank en colaboración con la Autoridad de Supervisión Financiera de Finlandia) proporciona asistencia técnica en materia de supervisión bancaria y auditoría interna. En el primero de estos ámbitos, el objetivo es apoyar al Banco Central de Rusia en la aplicación gradual de los principios del marco de Basilea II a la supervisión bancaria, mientras que en lo referente al segundo ámbito, se presta asistencia orientada a las actividades de auditoría interna basadas en el riesgo, a la auditoría de las tecnologías de la información y de la gestión de las reservas internacionales. Se prevé que el programa, que se inició en 2008, finalice el 31 de diciembre de 2010.

El Eurosistema y el Banco de Rusia celebraron su quinto seminario de alto nivel los días 11 y 12 de marzo de 2009 en Viena. Al seminario, organizado por el Oesterreichische Nationalbank, asistieron gobernadores de bancos centrales y representantes de alto nivel del Eurosistema y del Banco de Rusia. El objetivo del seminario era fortalecer en mayor medida el diálogo y las relaciones entre las dos instituciones, que se han intensificado en los últimos años. Entre los principales temas tratados en el seminario, cabe destacar los relativos a la evolución macroeconómica reciente, el impacto de la evolución de los precios de las materias primas sobre la inflación y la estabilidad financiera tanto en Rusia como en la zona del euro.

El cuarto seminario de alto nivel del Eurosistema con los bancos centrales de América Latina se celebró el 23 de marzo de 2009 en Ciudad de México y fue organizado conjuntamente por el BCE, el Banco de España y el Banco de México. Los principales temas analizados fueron las repercusiones económicas de la crisis financiera mundial y la volatilidad de los precios de las materias primas, y las medidas adoptadas en consecuencia.

Los días 2 y 3 de noviembre de 2009, el BCE organizó una reunión para preparar el sexto seminario de alto nivel del Eurosistema con los bancos centrales de los países del Mediterráneo, que tendrá lugar en Chipre en 2010. A dicha reunión asistieron representantes de los bancos centrales del Eurosistema, de los países del Mediterráneo sudoriental, la Comisión Europea y del Banco Europeo de Inversiones. Los debates se centraron en el impacto de la crisis financiera mundial y la consiguiente recesión que ha afectado a las economías y los sectores financieros de los países del Mediterráneo, así como en los regímenes cambiarios de la región.

En 2009, el BCE intensificó también sus relaciones con las autoridades chinas. El 29 de noviembre, el presidente del BCE, el presidente del Eurogrupo y el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios se reunieron con las autoridades chinas en Nanjing. Esta es la segunda reunión de estas características que se celebra entre ambas partes, y se estima que este foro constituye una parte importante del diálogo entre China y la UE. Se trataron varias cuestiones económicas y financieras, incluidas las políticas cambiarias, y el debate contribuyó a un mayor entendimiento mutuo de las políticas adoptadas en las respectivas áreas. El BCE fortaleció, asimismo, sus relaciones con el Banco Central de la República Popular China. El principal foro de debate es el grupo de trabajo integrado por representantes del BCE y del banco central chino, que se reúne tres veces al año. En 2009, el grupo analizó cuestiones relativas al crecimiento económico, las políticas de estímulo y la estabilidad financiera desde la perspectiva tanto de la zona del euro como de China.

A comienzos de 2010, el BCE y 14 BCN de la zona del euro pusieron en marcha un programa de dos años de duración para reforzar la supervisión macro y microprudencial de los candidatos y posibles candidatos a la UE¹¹.

11 Los BCN de Bélgica, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

Los beneficiarios del programa son los bancos centrales y los supervisores de la región occidental de los Balcanes y Turquía. La disposición del FMI y del Banco Mundial a participar de forma activa en el programa y el interés manifestado por numerosas instituciones y organismos europeos e internacionales demuestran que, a juicio de la comunidad internacional, se trata de una iniciativa oportuna y necesaria. El programa, que está financiado por la UE, tiene como objetivo reforzar la capacidad de resistencia a medio plazo de los candidatos y posibles candidatos a formar parte de la UE frente a las tensiones financieras respaldando el ajuste de la supervisión macro y microprudencial en consonancia con las normas internacionales y de la UE aprobadas más recientemente.



En el marco de la Luminale 2008, el Grossmarkthalle fue iluminado por la empresa de iluminación artística Casa Magica. Esta imagen muestra el segundo de tres motivos de iluminación, que alude a la próxima construcción de la nueva sede del BCE.

CAPÍTULO 5

RENDICIÓN DE CUENTAS

I RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE LA OPINIÓN PÚBLICA Y ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO

En las últimas décadas, la independencia de los bancos centrales se ha consolidado como un componente esencial de los regímenes de política monetaria de las economías industrializadas y emergentes. La decisión de otorgar independencia a los bancos centrales se halla firmemente fundamentada por la teoría económica y por la evidencia empírica, ya que ambas muestran que dicha configuración favorece el mantenimiento de la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, un principio básico de las sociedades democráticas es que las instituciones independientes que tienen encomendada una función pública deben rendir cuentas ante la opinión pública y ante sus representantes democráticamente elegidos. Por tanto, la rendición de cuentas constituye una importante contrapartida de la independencia de un banco central.

El compromiso del BCE con los principios de rendición de cuentas y transparencia se refleja en su decisión de exceder sus obligaciones estatutarias estrictas de información. Así, el BCE publica un Boletín Mensual en lugar del informe trimestral requerido, y los miembros del Consejo de Gobierno pronuncian numerosos discursos en los que abordan temas de interés para el público, entre los que se incluyeron, en el año 2009, las políticas del BCE en respuesta a la crisis financiera, los retos mundiales para la política económica y el análisis del papel y de la estrategia de los bancos centrales. Asimismo, el BCE sigue aprovechando las conferencias de prensa que se celebran tras la primera reunión del mes del Consejo de Gobierno para explicar extensamente su valoración de la situación económica y el fundamento de sus decisiones en materia de tipos de interés.

El Parlamento Europeo, por ser la institución que adquiere su legitimidad directamente de los ciudadanos de la UE, desempeña un papel fundamental en requerir del BCE la rendición de cuentas. Desde su creación, el BCE ha venido manteniendo un estrecho y fructífero diálogo con el Parlamento Europeo.

El presidente del BCE continuó informando sobre la política monetaria y las demás funciones del BCE en sus comparencias trimestrales ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo (ECON), y habrá de presentar el Informe Anual 2008 del BCE ante la sesión plenaria del Parlamento Europeo el 25 de marzo de 2010. En febrero de 2009, el presidente compareció ante una reunión conjunta del Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales para debatir los mecanismos de la UE para salvaguardar la estabilidad financiera.

Otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE también comparecieron ante el Parlamento Europeo en varias ocasiones. El vicepresidente presentó el Informe Anual 2008 del BCE a la ECON (Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios). Lorenzo Bini Smaghi y Jürgen Stark participaron en la reunión anual conjunta del Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales en la que se debatió la situación de la UE en la crisis financiera y la estrategia para el crecimiento y el empleo y la modernización de la arquitectura financiera internacional posterior a la crisis. José Manuel González-Páramo participó en una comparencia convocada por la Comisión Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social, del Parlamento Europeo. Gertrude Tumpel-Gugerell compareció también ante la ECON para facilitar información sobre los últimos avances en el ámbito de la compensación y liquidación de valores y el proyecto TARGET2-Securities del Eurosistema.

Además, expertos del BCE y miembros del Parlamento Europeo debatieron sobre las políticas del BCE y otras materias en las que el BCE tiene experiencia específica (por ejemplo, la estabilidad financiera). De conformidad con la práctica establecida, una delegación de la ECON realizó una visita al BCE en 2009, con el fin de intercambiar opiniones con los miembros del Comité Ejecutivo sobre la situación económica y la aplicación del nuevo marco de supervisión de la UE.

2 ALGUNAS CUESTIONES PLANTEADAS EN LAS REUNIONES CON EL PARLAMENTO EUROPEO

En las tomas de contacto entre el Parlamento Europeo y el BCE se trató una amplia variedad de temas. Las cuestiones principales planteadas durante ese intercambio de opiniones se presentan a continuación.

MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA ADOPTADAS PARA HACER FRENTE A LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

Los debates entre el BCE y el Parlamento Europeo se centraron, predominantemente, en la crisis económica y financiera. En sus resoluciones, el Parlamento Europeo señaló la necesidad de una acción coordinada entre los Estados miembros para superar la crisis y acogió con satisfacción la puesta en marcha del Plan Europeo de Recuperación Económica, aunque expresó su preocupación por el rápido aumento de la deuda pública y del déficit presupuestario y abogó por el pronto retorno a unas finanzas públicas saneadas. La Comisión Especial sobre la Crisis Financiera, Económica y Social recibió el mandato de analizar y evaluar el alcance de la crisis y su impacto sobre la UE y sus Estados miembros.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE reiteró el pleno apoyo del BCE a la Comisión Europea en su difícil tarea de asegurar la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, respaldando especialmente su mensaje de que era preciso dar comienzo a un ambicioso proceso de saneamiento de las finanzas públicas en cuanto se iniciase la recuperación.

EL MARCO DE LA UE PARA LA SUPERVISIÓN Y LA ESTABILIDAD FINANCIERAS

El Parlamento Europeo y el BCE continuaron su estrecho diálogo sobre temas relacionados con la supervisión financiera. El Parlamento Europeo recordó que muchas de las recomendaciones contenidas en el informe del Grupo Larosière (para más información, véase el capítulo 3) ya habían sido formuladas por sus miembros e instó a revisar el marco de regulación y gobernanza de los mercados financieros ante la creciente integración de esos mercados en la UE. Finalmente, el Parlamento Europeo

apoyó la ampliación del papel del BCE en el ámbito de la estabilidad financiera. En resoluciones anteriores, el Parlamento consideró que, en virtud del apartado 6 del artículo 127 del Tratado, el BCE debería participar en la supervisión macroprudencial, a escala de la UE, de las instituciones financieras de importancia sistémica.

En sus comparecencias ante el Parlamento Europeo, el presidente del BCE acogió favorablemente la propuesta de crear un órgano específicamente responsable de la vigilancia macroprudencial a escala europea: la Junta Europea de Riesgo Sistémico (para más información, véase el recuadro 8). El presidente dejó claro que el BCE y la citada Junta deberían informar por separado al Parlamento Europeo, ya que estos dos órganos tendrían mandatos claramente distintos.



Vista del Grossmarkthalle desde el sur (2006).

CAPÍTULO 6

COMUNICACIÓN EXTERNA

I POLÍTICA DE COMUNICACIÓN

El objetivo de la comunicación externa del BCE es mejorar la comprensión de sus políticas y decisiones por parte del público. La comunicación es parte integrante de la política monetaria del BCE y del desempeño del resto de sus funciones. Dos elementos clave —la apertura y la transparencia— orientan las actividades de comunicación del BCE y contribuyen a la eficacia, la eficiencia y la credibilidad de su política monetaria. Además, dichos elementos ayudan al BCE a cumplir con su obligación de rendición de cuentas, como se explica con más detalle en el capítulo 5.

El principio de explicación periódica, detallada y en tiempo real de las decisiones y las valoraciones de la política monetaria del BCE, que se adoptó en 1999, constituye una aproximación singularmente abierta y transparente a la labor de comunicación de un banco central. Las decisiones sobre política monetaria se explican en una conferencia de prensa que se celebra inmediatamente después de que el Consejo de Gobierno las haya adoptado. El presidente realiza un detallado comunicado preliminar en el que explica las citadas decisiones, tras el cual se pone, junto al vicepresidente, a disposición de los medios de comunicación para responder a sus preguntas. Desde diciembre de 2004, las decisiones del Consejo de Gobierno distintas de las referidas a los tipos de interés también se publican todos los meses en las direcciones de Internet de los bancos centrales del Eurosistema.

Los instrumentos jurídicos del BCE y los estados financieros consolidados del Eurosistema se publican en todos los idiomas oficiales de la UE¹. El Informe Anual del BCE y la edición trimestral de su Boletín Mensual también se publican, en su versión integral, en todas las lenguas oficiales de la UE² y, asimismo, el Informe de Convergencia, ya sea en su versión integral o en forma resumida³. Para cumplir sus obligaciones de rendición de cuentas y de transparencia, el BCE publica otros documentos en todos o en algunos de los idiomas oficiales, como las notas de prensa sobre las decisiones de política monetaria, las proyecciones macroeconómicas

de los expertos⁴, las declaraciones institucionales y material informativo de interés para el público en general. La elaboración, publicación y distribución de las principales publicaciones del BCE en los distintos idiomas nacionales se realizan en estrecha colaboración con los BCN.

1 Salvo en gaélico, para el que se aplica una excepción a nivel de la UE.

2 Salvo en gaélico (por excepción de la UE) y maltés (por acuerdo con el Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, tras suprimirse en mayo de 2007 la excepción temporal de la UE).

3 Véase la nota 2.

4 Las proyecciones de los expertos del BCE se publican desde septiembre de 2004 y las de los expertos del Eurosistema desde diciembre de 2000.

2 ACTIVIDADES DE COMUNICACIÓN

El BCE ha de dirigirse a grupos de destinatarios muy diversos, como expertos en cuestiones financieras, medios de comunicación, Administraciones Públicas, Parlamentos y público en general, que poseen diferentes niveles de conocimiento en economía y finanzas. Por ello, la explicación de sus funciones y sus decisiones se lleva a cabo a través de una gama de instrumentos de comunicación y de actividades que se intenta mejorar constantemente de modo que resulten lo más efectivos posible, teniendo en cuenta los distintos tipos de audiencia, el entorno y las necesidades en materia de comunicación.

El BCE publica varios estudios e informes, como es el caso del Informe Anual, que presenta una panorámica general de las actividades desarrolladas por la institución durante el año anterior, contribuyendo así a que pueda exigirse al BCE responsabilidad por sus actuaciones. El Boletín Mensual actualiza regularmente la valoración que realiza el BCE de la evolución económica y monetaria, así como la información detallada en la que se basan sus decisiones, y la revista «Financial Stability Review» analiza la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro en cuanto a su capacidad para absorber perturbaciones de carácter adverso. El BCE ofrece una amplia gama de estadísticas, principalmente a través de la sección «Statistical Data Warehouse» y de gráficos interactivos que pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet, y también en su versión impresa en las ediciones mensuales del «Statistics Pocket Book».

Todos los miembros del Consejo de Gobierno del BCE contribuyen directamente a mejorar el conocimiento y la comprensión del público sobre las funciones y políticas del Eurosistema mediante comparecencias ante el Parlamento Europeo y los parlamentos nacionales, discursos públicos y entrevistas con los medios de comunicación. En 2009, el presidente y otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE comparecieron en siete ocasiones ante el Parlamento Europeo (para más información, véase capítulo 5), pronunciaron alrededor

de 260 discursos ante diverso público y concedieron unas 200 entrevistas, además de publicar artículos en periódicos, revistas y prensa especializada.

Los BCN de la zona del euro desempeñan un papel importante, a nivel nacional, en la difusión de la información y los mensajes del Eurosistema tanto al público en general como a las partes interesadas. Los BCN distribuyen esa información entre un público de muy amplio espectro a escala nacional y regional, en sus propios idiomas y entornos.

En 2009, el BCE organizó 13 seminarios destinados a mejorar el conocimiento y la comprensión de los representantes de los medios de comunicación nacionales e internacionales. Algunos de estos seminarios fueron organizados por el BCE por su cuenta, y otros, en colaboración con los BCN de la UE, la Comisión Europea, el Centro Europeo de Periodismo y otras autoridades públicas o fundaciones.

En 2009, el BCE recibió en su sede de Fráncfort a unos 14.000 visitantes, quienes obtuvieron información de primera mano en presentaciones impartidas por expertos y directivos de la institución.

Todos los documentos que publica el BCE, así como sus variadas actividades, se difunden a través de su dirección en Internet, que en 2009 recibió 25 millones de visitas (un 38% más que el año anterior), con 157 millones de páginas consultadas y 45 millones de documentos descargados.

A lo largo de 2009, el BCE contestó a unas 100.000 consultas del público (frente a 60.000 en 2008) sobre diversos temas relacionados con las actividades, las políticas y las decisiones de la institución.

En 2009, el BCE centró de forma especial sus actividades de comunicación en explicar la crisis económica y financiera mundial y sus consecuencias, así como las medidas adoptadas

por el BCE y el Eurosistema. La mayor parte de los discursos públicos pronunciados por los miembros del Comité Ejecutivo guardó relación con este tema, sobre el que se recibió de la prensa, del público y de los visitantes el mayor número de solicitudes de información y de preguntas. El desarrollo de los proyectos especiales relacionados con los sistemas de pago y las infraestructuras de mercado, es decir, la Zona Única de Pagos en Euros y TARGET2-Securities, requirió una información adicional y dirigida a grupos específicos.

Como parte de las actividades organizadas con ocasión del décimo aniversario del euro, se celebró un simposio titulado «El futuro de Europa visto por los padres fundadores», en el que Valéry Giscard d'Estaing, ex presidente de Francia, y Helmut Schmidt, ex canciller alemán, fueron invitados a compartir sus experiencias y pensamientos respecto a la creación de la moneda única y sus opiniones acerca de la evolución futura de Europa. Participaron en el simposio invitados internacionales, representantes de la comunidad económica y de los medios de comunicación, y estudiantes universitarios. Además se celebró una conferencia titulada «Diez años de Unión Económica y Monetaria: una perspectiva jurídica», en la que 135 letrados de bancos centrales, ministerios de Economía, organizaciones regionales y círculos académicos debatieron sobre los aspectos jurídicos del funcionamiento del Eurosistema y del SEBC.

En 2009, los Días Culturales del BCE, organizados en colaboración con el Banca Națională a României, estuvieron dedicados a Rumanía. Los Días Culturales empezaron a celebrarse en 2003, con el fin de dar cada año a los habitantes de Fráncfort una idea de la cultura de uno de los países de la UE. El programa de 2009 incluyó 24 acontecimientos diferentes, a los que asistieron unas 6.000 personas.



Vista del Grossmarkthalle cuando aún era mercado mayorista, con el centro de la ciudad al fondo y hacia el oeste (2002).

CAPÍTULO 7

MARCO INSTITUCIONAL, ORGANIZACIÓN Y CUENTAS ANUALES

I ÓRGANOS RECTORES Y GOBIERNO CORPORATIVO DEL BCE

I.1 EUROSISTEMA Y SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES



El Eurosistema es el sistema de bancos centrales de la zona del euro y está compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro (16 desde el 1 de enero de 2009). El término «Eurosistema» ha quedado recogido y confirmado por el Tratado de Lisboa¹. El Consejo de Gobierno había adoptado anteriormente este término para facilitar la comprensión de la estructura de la banca central de la zona del euro. Este término, que subraya la identidad compartida, el trabajo en equipo y la cooperación de todos sus miembros, ya se utiliza de forma generalizada.

El 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

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 su función es garantizar que las operaciones derivadas de las funciones del SEBC se lleven a cabo bien a través de las propias actividades del BCE o bien por medio de los BCN, a los que el BCE recurrirá en la medida en que se considere posible y apropiado. El Comité Ejecutivo aplica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones establecidas por el Consejo de Gobierno, y da a los BCN las instrucciones necesarias. El BCE

¹ Para más información sobre el Tratado de Lisboa, véase sección 1.2 del capítulo 4.

tiene personalidad jurídica propia de acuerdo con el derecho público internacional. Tras la entrada en vigor del Tratado de Lisboa, el BCE ha pasado a ser una institución de la UE. Sin embargo, sus características institucionales se mantienen².

Cada uno de los BCN tiene personalidad jurídica propia según la legislación nacional de sus respectivos países. Los BCN de la zona del euro, que forman parte integrante del Eurosistema, desempeñan las funciones que le han sido encomendadas al Eurosistema con arreglo a las normas establecidas por los órganos rectores del BCE. Los BCN contribuyen también a las tareas del Eurosistema y del SEBC mediante la participación de sus expertos en los comités de ambas instituciones (véase sección 1.5 de este capítulo). Los BCN pueden ejercer funciones ajenas al Eurosistema bajo su propia responsabilidad, a menos que el Consejo de Gobierno considere que estas interfieren en los objetivos y tareas del Eurosistema.

El Eurosistema y el SEBC están gobernados por los órganos rectores del BCE: el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. El Consejo General es el tercer órgano rector del BCE, 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 correspondiente³. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los BCN de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes del Eurosistema, con el respeto debido al principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

1.2 CONSEJO DE GOBIERNO

El Consejo de Gobierno está compuesto por todos los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BCN de los Estados miembros que han adoptado el

euro. En virtud del Tratado, sus principales responsabilidades son:

- adoptar las orientaciones y las decisiones necesarias para garantizar el cumplimiento de las funciones asignadas al Eurosistema;
- formular la política monetaria de la zona del euro, incluidas, en su caso, las decisiones relativas a los objetivos monetarios intermedios, los tipos de interés básicos y el suministro de liquidez en el Eurosistema, así como establecer las orientaciones necesarias para su cumplimiento.

El Consejo de Gobierno se reúne normalmente cada dos semanas en la sede del BCE en Fráncfort del Meno (Alemania). En la primera reunión del mes, entre otros asuntos, efectúa una valoración exhaustiva de la evolución económica y monetaria y adopta decisiones en esta materia. En la segunda reunión, la atención suele centrarse en temas relacionados con otras tareas y responsabilidades del BCE y del Eurosistema. En 2009, se celebraron dos reuniones fuera de Fráncfort: la primera en la sede de la Banque central du Luxembourg, en Luxemburgo, y la segunda en Venecia, organizada por la Banca d'Italia. Además de estas reuniones, el Consejo de Gobierno también puede celebrar reuniones mediante teleconferencia o adoptar decisiones por procedimiento escrito.

Los miembros del Consejo de Gobierno, cuando adoptan decisiones sobre política monetaria y sobre otras tareas asignadas al BCE y al Eurosistema, no actúan como representantes de sus países respectivos, sino a título personal y

2 Para más información sobre las implicaciones que tiene el Tratado de Lisboa para el BCE, véase la sección 1.2 del capítulo 4.

3 Para los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80, de 18.3.2004, p. 33, modificada por la Decisión BCE/2009/5, de 19 de marzo de 2009, DO L 100, de 18.4.2009, p. 10; la Decisión BCE /2004/12, de 17 de junio de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230, de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo, DO L 314, de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet.

de forma completamente independiente, según refleja el principio de «un voto por miembro» que se aplica en el Consejo de Gobierno. El 18 de diciembre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió mantener su sistema de votación vigente⁴ 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. El 19 de marzo de 2009, el Consejo de Gobierno adoptó un acto jurídico que abarca todos los aspectos relativos a la aplicación del sistema de rotación, tales como el orden, el período y la tasa de rotación, y que contiene las modificaciones necesarias del Reglamento interno⁵. El acto jurídico entrará en vigor cuando se inicie la aplicación del sistema de rotación.

4 Según se dispone el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, que limita el número de gobernadores con derecho de voto a quince, pero también prevé la posibilidad de que el Consejo de Gobierno posponga la introducción del sistema de rotación hasta que el número de gobernadores exceda de dieciocho.

5 Decisión BCE/2009/5 que modifica la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 100, de 18.4.2009, p. 10. Para una descripción detallada de las modalidades de aplicación del sistema de rotación, véase el artículo titulado «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», en el Boletín Mensual del BCE de julio de 2009.

CONSEJO DE GOBIERNO



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Michael C. Bonello

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Patrick Honohan

Gobernador del Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
(desde el 26 de septiembre de 2009)

John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
(hasta el 24 de septiembre de 2009)

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki-Finlands Bank

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 Banco Central de Chipre

George A. Provopoulos

Gobernador del Banco de Grecia

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Ivan Šramko

Gobernador del Národná banka Slovenska

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Marko Kranjec, Ewald Nowotny,
Yves Mersch, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Vítor Constâncio, Michael C. Bonello

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

Patrick Honohan,
George A. Provopoulos,
José Manuel González-Páramo,
Miguel Fernández Ordóñez,
Athanasios Orphanides, Guy Quaden

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Axel A. Weber, Lorenzo Bini Smaghi,
Christian Noyer, Ivan Šramko

Nota: Mario Draghi y Nout Wellink no
estaban presentes cuando se tomó la
fotografía.

1.3 COMITÉ EJECUTIVO

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados de común acuerdo⁶ por los jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros que han adoptado el euro. Las principales responsabilidades del Comité Ejecutivo, que se reúne normalmente una vez a la semana, son:

- preparar las reuniones del Consejo de Gobierno;
- poner en práctica la política monetaria de conformidad con las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno e impartir las instrucciones necesarias a los BCN de la zona del euro;

- ser responsable de la gestión diaria del BCE; y
- asumir determinados poderes que delegue en él el Consejo de Gobierno, incluidos algunos de carácter normativo.

Un Comité de Gestión, formado por un miembro del Consejo Ejecutivo, que lo preside, y por una serie de altos cargos, asesora al Comité Ejecutivo en asuntos relativos a la gestión, la planificación de actividades y el presupuesto anual del BCE.

⁶ Desde que entró en vigor el Tratado de Lisboa, el Consejo Europeo nombra a los miembros del Comité Ejecutivo, tras consultar al Parlamento Europeo y al BCE, aplicando el sistema de voto por mayoría cualificada. Este procedimiento es acorde con el aplicado para otros cargos de alta responsabilidad en las instituciones de la UE.

**Fila posterior
(de izquierda a derecha) :**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

**Fila anterior
(de izquierda a derecha) :**

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Lorenzo Bini Smaghi

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

José Manuel González-Páramo

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Jürgen Stark

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gertrude Tumpel-Gugerell

Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

1.4 CONSEJO GENERAL

El Consejo General, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de los BCN de los 27 Estados miembros de la UE, es responsable

de aquellas tareas desempeñadas previamente por el Instituto Monetario Europeo y que ahora realiza el BCE, en tanto que no todos los Estados miembros han adoptado el euro. En 2009, el Consejo General se reunió cuatro veces.

Fila anterior

(de izquierda a derecha):

Michael C. Bonello, Ewald Nowotny, Yves Mersch, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Mervyn King, Vítor Constâncio, Marko Kranjec

Fila intermedia

(de izquierda a derecha):

András Simor, Patrick Honohan, George A. Provopoulos, Athanasios Orphanides, Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramko, Andres Lipstok

Fila posterior

(de izquierda a derecha):

Ilmārs Rimšēvičs, Ivan Iskrov, Erkki Liikanen, Nils Bernstein, Axel A. Weber, Christian Noyer, Guy Quaden, Zdeněk Tůma, Reinoldijus Šarkinas



Jean-Claude Trichet

Presidente del BCE

Lucas D. Papademos

Vicepresidente del BCE

Nils Bernstein

Gobernador del Danmarks Nationalbank

Michael C. Bonello

Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Gobernador del Banco de Portugal

Mario Draghi

Gobernador de la Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Gobernador del Banco de España

Patrick Honohan

Gobernador del Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
(desde el 26 de septiembre de 2009)

John Hurley

Gobernador del Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
(hasta el 24 de septiembre de 2009)

Stefan Ingves

Gobernador del Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Gobernador de la Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Gobernador del Българска народна банка
(Banco Nacional de Bulgaria)

Mervyn King

Gobernador del Bank of England

Marko Kranjec

Gobernador del Banka Slovenije

Erkki Liikanen

Gobernador del Suomen Pankki-Finlands Banks

Andres Lipstok

Gobernador del Eesti Pank

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 Banco Central de Chipre

George A. Provopoulos

Gobernador del Banco de Grecia

Guy Quaden

Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Nota: Mario Draghi, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Sławomir Skrzypek y Nout Wellink no estaban presentes cuando se tomó la fotografía.

Ilmārs Rimšēvičs

Gobernador del Latvijas Banka

Reinoldijus Šarkinas

Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

András Simor

Gobernador del Magyar Nemzeti Bank

Sławomir Skrzypek

Presidente del Narodowy Bank Polski

Ivan Šramko

Gobernador del Národná banka Slovenska

Zdeněk Tůma

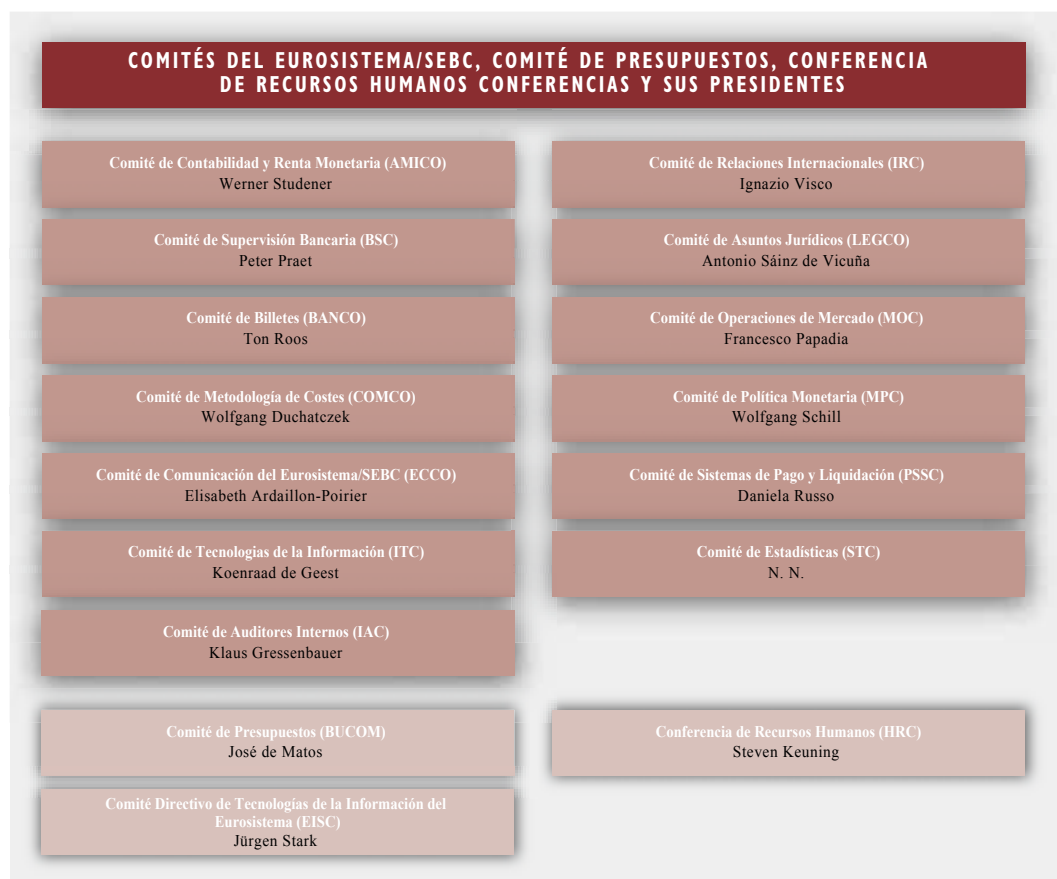
Gobernador del Česká národní banka

Axel A. Weber

Presidente del Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Presidente del De Nederlandsche Bank

1.5 COMITÉS DEL EUROSISTEMA/SEBC, COMITÉ DE PRESUPUESTOS, CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS Y COMITÉ DIRECTIVO DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN DEL EUROSISTEMA

Los comités del Eurosistema/SEBC han continuado desempeñando un papel importante en asistir a los órganos rectores del BCE en el desarrollo de sus funciones. A petición tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los comités suele estar restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. Sin embargo, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro asisten a las reuniones de los comités cuando se abordan cuestiones que entran en el ámbito de las competencias del Consejo General. También pueden ser invitados, cuando proceda, otros organismos competentes, como es el caso de las autoridades supervisoras nacionales al Comité de Supervisión Bancaria. A 31 de diciembre de 2009, se habían creado 13 comités del Eurosistema/SEBC en virtud del artículo 9.1 del Reglamento interno del BCE.

El Comité de Presupuestos, establecido en virtud del artículo 15 del Reglamento interno, presta asistencia al Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE.

La Conferencia de Recursos Humanos fue establecida en 2005, en virtud del artículo 9a del Reglamento interno, como foro de intercambio de experiencias, conocimientos e información entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos.

El Consejo de Gobierno creó en 2007 el Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema (EISC – Eurosystem IT Steering Committee), con el mandato de liderar la mejora continua en lo que se refiere a la utilización de la tecnología informática en el Eurosistema, de conformidad con los principios organizativos y la declaración sobre la misión del Eurosistema, cuyo objetivo es aprovechar las sinergias del Eurosistema y aumentar la eficiencia en términos de costes a través de economías de escala.

I.6 GOBIERNO CORPORATIVO

Además de los órganos rectores, el gobierno corporativo del BCE comprende también distintos procedimientos de control externos e internos, tres códigos de conducta y las normas relativas al acceso público a los documentos del BCE.

PROCEDIMIENTOS DE CONTROL EXTERNO

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo: un auditor externo, que audita las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1 de los Estatutos del SEBC), y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El informe anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publica en la dirección del BCE en Internet y en el Diario Oficial de la Unión Europea. Para reforzar las garantías públicas sobre la independencia del auditor externo del BCE, se aplica el principio de rotación del auditor externo⁷. Las buenas prácticas para la selección y el mandato de los auditores externos, publicadas en el sitio web del BCE, constituyen una guía para todos los bancos centrales del Eurosistema en cuanto a la selección de los auditores externos y a la determinación de su mandato. Las buenas prácticas también permiten al Consejo de Gobierno formular recomendaciones al Consejo 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 y controles, así como de la eficacia y la eficiencia de su funcionamiento. Para ello, las citadas unidades utilizan un conjunto de procedimientos de control operativo dentro de sus áreas de responsabilidad

⁷ Tras la conclusión de un concurso público y siguiendo el principio de rotación del auditor externo acordado, PricewaterhouseCoopers, Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft fue nombrado auditor externo del BCE para los ejercicios comprendidos entre 2008 y 2012.

en función del nivel de riesgo que el Comité Ejecutivo establece ex ante. Por ejemplo, se aplican una serie de normas y procedimientos –conocidos como «muralla china»– para impedir que información privilegiada procedente de las áreas encargadas de poner en práctica la política monetaria alcance las áreas responsables de gestionar las reservas exteriores y la cartera de recursos propios del BCE.

En 2009, el BCE siguió mejorando su método de gestión del riesgo operacional y lo adaptó al definido para las funciones y los procedimientos del Eurosistema, que el BCE y los BCN de la zona del euro comenzaron a aplicar a lo largo del año. Asimismo, se llevó a cabo un estudio detallado en el que las áreas de negocio del BCE identificaron, evaluaron e informaron de los riesgos operacionales. El BCE verifica periódicamente sus mecanismos para la continuidad del negocio y adoptó medidas para aumentar su capacidad de respuesta en caso de que se produjera una pandemia. El Consejo de Gobierno aprobó la implantación del marco para la continuidad del negocio, que comenzará en 2010.

Con independencia de la estructura de control interno y de los procesos de seguimiento de riesgos del BCE, la Dirección de Auditoría Interna lleva a cabo auditorías bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo. De conformidad con el mandato recogido en el Estatuto de Auditoría del BCE⁸, los auditores internos del BCE prestan servicios independientes y objetivos de aseguramiento y consultoría, 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) desde octubre de 2009, tras la jubilación de John Hurley (gobernador del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

CÓDIGOS DE CONDUCTA

En el BCE se aplican tres Códigos de Conducta, que son relevantes para los órganos rectores del BCE y para su personal⁹. El primero, al que han de atenerse los miembros del Consejo de Gobierno, determina su responsabilidad en la salvaguardia de la integridad y la reputación del Eurosistema y en el mantenimiento de la eficacia de sus operaciones¹⁰. El Código sirve de orientación y establece normas éticas para los miembros del Consejo de Gobierno y para sus alternos cuando ejercen sus funciones como miembros del Consejo. El Consejo de Gobierno ha puesto a disposición de sus miembros un asesor al que pueden consultar sobre determinados aspectos de la conducta profesional. El segundo código es el Código de Conducta del BCE, que sirve de guía y referencia para el personal del BCE y para los miembros del Comité Ejecutivo, de quienes se espera que mantengan unos altos niveles de ética profesional en el desempeño de sus funciones¹¹. De conformidad con las normas sobre información privilegiada del Código de Conducta, el personal del BCE y los miembros del Comité Ejecutivo tienen

8 Ese Estatuto se encuentra publicado en la dirección del BCE en Internet para fomentar la transparencia de los procedimientos de auditoría existentes en el BCE.

9 Para obtener información relativa al Código de Conducta del Consejo del Programa T2S, véase la sección 2.2 del capítulo 2.

10 Véanse el Código de Conducta de los Miembros del Consejo de Gobierno, DO C 123, de 24.5.2002, p. 9, y su modificación en el DO C 10, de 16.1.2007, p. 6, y la dirección del BCE en Internet.

11 Véanse el Código de Conducta del Banco Central Europeo, elaborado de conformidad con el apartado 3 del artículo 11 del Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO C 76, de 8.3.2001, p. 12, y la dirección del BCE en Internet.

prohibido utilizar en provecho propio información confidencial cuando lleven a cabo actividades financieras privadas por cuenta y riesgo propios o de terceros¹². El tercer código es un Código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo¹³, que complementa los otros dos códigos al describir detalladamente las normas éticas aplicables a los miembros de ese comité. Un asesor de ética nombrado por el Comité Ejecutivo garantiza una interpretación coherente de estas normas. Las normas éticas aplicables a los empleados del BCE, establecidas en las Condiciones de Contratación, el Reglamento del Personal y el Código de Conducta, se están mejorando y consolidando en un nuevo marco.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA EL FRAUDE

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adaptaron un Reglamento¹⁴ para intensificar la lucha contra el fraude, la corrupción y cualquier otra actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de la Comunidad. Este Reglamento prevé, entre otras medidas, la investigación interna por parte de la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF) de posibles fraudes en las instituciones, organismos y agencias de la UE.

El Reglamento OLAF prevé que cada una de las instituciones, organismos y agencias comunitarias adopte decisiones en virtud de las cuales la Oficina pueda llevar a cabo investigaciones de carácter interno. En junio de 2004, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión¹⁵ relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que OLAF efectúe en el BCE, que entró en vigor el 1 de julio de 2004.

PROGRAMA INTERNO DEL BCE DE LUCHA CONTRA EL BLANQUEO DE CAPITALES Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO

En 2007, el BCE estableció su programa interno de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Las disposiciones del programa se elaboraron conforme a las 40 Recomendaciones y las

nueve Recomendaciones Especiales del Grupo de Acción Financiera (GAFI), en la medida en que eran aplicables a las operaciones del BCE. Una función de cumplimiento se encarga de identificar, analizar y hacer frente a los riesgos relacionados con el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo en todas las actividades pertinentes del BCE. Concretamente, la tarea de garantizar el cumplimiento de las leyes aplicables en esta materia forma parte del proceso de evaluación y supervisión de los criterios de selección de las entidades de contrapartida del BCE. En este contexto, se presta especial atención a las medidas restrictivas adoptadas por la UE y a las declaraciones públicas efectuadas por el GAFI. Un sistema interno de información complementa el marco de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo del BCE, garantizando que toda la información pertinente sea recopilada de forma sistemática y comunicada debidamente al Comité Ejecutivo.

ACCESO PÚBLICO A LOS DOCUMENTOS DEL BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE¹⁶, 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. Simultáneamente mejora la transparencia y respeta la independencia del

12 Véanse el artículo 1.2 del reglamento del personal del BCE, relativo a la conducta y al secreto profesionales, DO C 92, de 16.4.2004, p. 31, y la dirección del BCE en Internet.

13 Véase el Código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo, DO C 230, 23.9.2006, p. 46 y el sitio web del BCE.

14 Reglamento (CE) nº 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones realizadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136, de 31.5.1999, p. 1

15 Decisión BCE/2004/11 relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el Banco Central Europeo en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que vaya en detrimento de los intereses financieros de las Comunidades Europeas y por la que se modifican las condiciones de contratación del personal del Banco Central Europeo, DO L 230, de 30.6.2004, p. 56. Esta Decisión se adoptó en respuesta al fallo del Tribunal Europeo de 10 de julio de 2003 en el Caso 11/00 de la *Comisión contra el Banco Central Europeo*, Rec., I-7147.

16 Decisión BCE/2004/3 relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo. DO L 80, 18.3.2004, p. 42.

BCE y de los BCN, al garantizar la confidencialidad de ciertas cuestiones vinculadas al cumplimiento de las tareas del BCE¹⁷.

En 2009, el número de solicitudes de acceso público a documentos del BCE continuó siendo reducido.

17 De conformidad con el compromiso de apertura y transparencia del BCE, puede accederse a la documentación histórica en la sección denominada «Archives» de la dirección del BCE en Internet.

2 ASPECTOS DE LA ORGANIZACIÓN DEL BCE

2.1 GESTIÓN DE LOS RECURSOS HUMANOS

En 2009, el BCE continuó desarrollando y aplicando sus políticas de gestión de los recursos humanos en cuatro áreas: cultura corporativa, contratación, desarrollo profesional y condiciones laborales.

CULTURA CORPORATIVA

En 2009, el BCE centró su cultura corporativa en la diversidad y la ética profesional. En el ámbito de la gestión de la diversidad, se adoptaron varias iniciativas, como la organización de grupos de debate sobre la diversidad de género, un primer foro sobre la diversidad para todos los empleados y la creación de un grupo interno sobre diversidad de género encaminado a lograr un entendimiento común sobre este tema en el BCE y a adoptar distintas medidas en este campo. Por otro lado, para reforzar el marco deontológico del BCE, se actualizaron las reglas de comportamiento ético y se están agrupando todas las normas, a fin de proporcionar a los empleados una orientación más clara y uniforme sobre los principios deontológicos que han de seguir.

CONTRATACIÓN

El 31 de diciembre de 2009, la plantilla del BCE en términos de empleos equivalentes de jornada completa ascendía a 1.563 (en comparación con 1.536 el 31 de diciembre de 2008). La incorporación de nuevo personal para cubrir puestos fijos se realizó mediante contratos temporales que pueden convertirse en indefinidos, en función de las necesidades organizativas y el desempeño personal. En 2009, el BCE ofreció un total de 64 nuevos contratos temporales, mientras que 27 personas con contratos temporales o indefinidos (frente a 45 en 2008) dejaron la organización. Asimismo, en 2009 se suscribieron 131 contratos de corta duración (además de algunas prórrogas de contratos de 2008) para cubrir ausencias inferiores a un año, mientras que a lo largo del año finalizaron 111 de estos contratos.

El BCE siguió ofreciendo contratos 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 2009, trabajaban en el BCE en distintas funciones 127 empleados de BCN y organizaciones internacionales (en comparación con los 122 a 31 de diciembre de 2008).

En septiembre de 2009, se incorporó al BCE el cuarto grupo de participantes en su programa de postgrado orientado a recién licenciados de las principales universidades, con amplia formación académica, a los que se asignan dos áreas de actividad de forma rotatoria por un período total de dos años.

El BCE ofreció becas de formación en prácticas a estudiantes y licenciados con formación en economía, estadística, administración de empresas, derecho y traducción. A 31 de diciembre de 2009, había en el BCE 72 personas en esta modalidad formativa. Asimismo, el BCE convocó cuatro becas en el marco del programa Wim Duisenberg Research Fellowship, en el que pueden participar economistas de prestigio, y cinco becas para jóvenes investigadores en el contexto de su programa Lamfalussy Fellowship.

DESARROLLO PROFESIONAL

La movilidad y el desarrollo profesional siguieron siendo objetivos prioritarios para el BCE.

La política de movilidad interna del BCE, que anima a los empleados a cambiar de puesto de trabajo tras cinco años de servicio, les ofrece la oportunidad de ampliar su experiencia y desarrollar sus capacidades. Esta política permite al BCE fomentar una mayor conciencia corporativa de la plantilla y mejorar las sinergias entre las distintas unidades de gestión. La política de selección interna del BCE pretende facilitar en mayor medida la movilidad interna del personal, concediendo especial importancia a las competencias generales. Se han revisado las normas para que todos los puestos directivos puedan ser solicitados en primera instancia por candidatos internos. En 2009, 196 miembros del personal, incluidos 44 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 el programa de experiencia laboral externa, promovido por la Conferencia de Recursos Humanos, que posibilita que empleados del BCE realicen comisiones de servicio en los 27 BCN de la UE o en organismos internacionales relevantes (como el FMI o el BPI), por períodos de entre dos y doce meses. En 2009, se acogieron a este programa un total de 21 empleados. Además, el BCE concedió permisos no retribuidos de hasta un máximo de tres años a 31 empleados, ocho de los cuales fueron contratados por algún BCN, por organismos internacionales o por empresas privadas, mientras que otros aprovecharon este permiso para ampliar su formación o para otros asuntos personales. El número total de empleados que disfrutaban de permisos no retribuidos al final de diciembre de 2009 era de 55 (frente a 54 en 2008), mientras que los permisos de maternidad o paternidad ascendían a 28 (frente a 26 en 2008).

En 2009, el BCE adoptó varias iniciativas para promover el desarrollo de su cultura del liderazgo y de la dirección basada en los valores y para proporcionar formación a su equipo directivo mediante talleres, seminarios y tutorías individualizadas. Esta formación se centró en las habilidades directivas e interpersonales, en la resolución de conflictos, en la capacidad de influir en otros y en la gestión del cambio. Asimismo, parte del equipo directivo participó en el ejercicio de evaluación multifactorial, en virtud del cual se identifican los puntos fuertes y las áreas de desarrollo personal a través de informes de colaboradores, compañeros de similar nivel de responsabilidad y personas de contacto ajenas al BCE. Basándose en los resultados de dicha evaluación, se ofrecieron tutorías individualizadas.

El BCE continuó promoviendo la adquisición y el desarrollo de capacidades y competencias profesionales de su personal. En el BCE, la formación y el desarrollo son una responsabilidad

compartida entre la institución, los directivos y los empleados. Mientras el BCE asigna el presupuesto y desarrolla el plan de formación, los directivos determinan las necesidades de formación del personal a su cargo y los empleados se comprometen a participar en las actividades de formación y desarrollo necesarias para mantener sus conocimientos y su capacidad profesional al más alto nivel. Además de recibir formación en diversos cursos organizados internamente, los empleados siguieron participando en cursos externos orientados a satisfacer necesidades de formación específicas de carácter más «técnico». También participaron en actividades del plan de formación del SEBC o de los ofrecidos por los BCN. Asimismo, el BCE facilitó ayuda a 15 de sus empleados para adquirir una titulación que incrementara su competencia profesional por encima de los requisitos exigidos en su puesto de trabajo actual.

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 2009, los cambios introducidos en estas condiciones se centraron en la seguridad social y en la conciliación de la vida laboral y personal.

El BCE revisó su plan de jubilación para los empleados, con el fin de garantizar la sostenibilidad financiera a largo plazo y la solvencia del plan. Las aportaciones del BCE y de los empleados se incrementaron, desde el 16,5% al 18% y desde el 4,5% al 6%, respectivamente, del salario base. El plan de jubilación existente se congeló el 31 de mayo de 2009, y el 1 de junio de 2009 entró en vigor un nuevo plan de pensiones, en el que los empleados conservaron los derechos adquiridos en el plan anterior y se mantuvieron algunos de los elementos estructurales del antiguo plan, como la edad normal de jubilación en el BCE a los 65 años y la posibilidad de optar por la prejubilación.

El BCE siguió apoyando a los empleados en el cuidado de sus hijos y en la conciliación de la vida laboral y familiar. A 31 de diciembre de 2009, 28 empleados se habían acogido a permisos sin sueldo por maternidad o paternidad (frente a 26 en 2008). El proyecto piloto de teletrabajo puesto en marcha en 2008 se amplió a 2009. Una encuesta realizada para valorar las ventajas y los inconvenientes de esta nueva política reveló que el teletrabajo es muy apreciado por los empleados y la dirección. El BCE debe decidir ahora cómo incorporar el teletrabajo de forma permanente en sus políticas de gestión de los recursos humanos.

2.2 RELACIONES CON EL PERSONAL Y DIÁLOGO SOCIAL

El BCE reconoce la importancia del diálogo social con sus empleados. En 2009, el BCE mantuvo consultas con los representantes del personal sobre remuneraciones, empleo, condiciones de trabajo, prevención de riesgos laborales y sobre la reforma de las pensiones, y se continuó hablando sobre temas relativos al empleo y otros asuntos sociales.

En el cuarto trimestre de 2009, el BCE y el sindicato reconocido mantuvieron contactos orientados a mejorar el diálogo social.

2.3 NUEVA SEDE DEL BCE

En febrero de 2010, el BCE inició un nuevo procedimiento de licitación para las obras de construcción de su nueva sede en la zona Ostend de Fráncfort. La licitación de las obras de construcción se dividió en doce paquetes, subdivididos en un total de 69 lotes. En 2009, se sacaron a licitación los primeros ocho paquetes relativos a las obras estructurales, a los trabajos de acondicionamiento y preparación del solar, ascensores, fachadas, techos, sistemas de acceso en altura, servicios mecánicos y servicios eléctricos, que representaban en torno al 80% de los costes de construcción. Los cuatro paquetes

restantes se sacarán a licitación en el transcurso de 2010 y 2011.

La estrategia de licitación elegida ha sido un éxito, ya que las propuestas presentadas por empresas constructoras grandes y medianas de toda Europa para los primeros ocho paquetes se ajustaban al coste de la construcción presupuestado en unos 500 millones de euros (a precios constantes de 2005).

En vista de estos buenos resultados, el 17 de diciembre de 2009 el Consejo de Gobierno decidió que las obras de construcción comiencen en la primavera de 2010, y se prevé que terminen a finales de 2013.

Desde el inicio del proyecto, el BCE se ha esforzado por garantizar que el nuevo edificio sea altamente eficiente en términos de energía, proponiéndose, a estos efectos, alcanzar niveles de consumo de energía un 30% inferiores al estándar alemán aplicable en el momento en que se concedió la licencia de obras. El concepto de diseño energético previsto para la nueva sede contempla una serie de características de ahorro de energía, como aislamiento eficiente, ventilación natural, iluminación de bajo consumo, reciclaje del agua de lluvia y la utilización del suelo como fuente de energía para los sistemas de calefacción y refrigeración.

2.4 OFICINA DE COORDINACIÓN DE ADQUISICIONES DEL EUROSISTEMA

En 2009, la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema (EPCO) coordinó los trabajos en tres áreas en las que en 2008 se había determinado que existía la posibilidad de realizar adquisiciones conjuntas: transporte aéreo para las reuniones del SEBC, acuerdos globales de reservas hoteleras, y material de empaquetado de billetes. EPCO coordinó también tres análisis en profundidad relativos a las licencias de *hardware* y *software*, a los proveedores de datos de mercado y a las agencias de calificación crediticia.

Por otro lado, prosiguió el intercambio de buenas prácticas en materia de adquisiciones, iniciado por EPCO en 2008.

la adopción de unos criterios directivos de la arquitectura del SEBC y de unos criterios de gestión de servicios informáticos, bajo la dirección del Comité Directivo de Tecnologías de la Información del Eurosistema.

2.5 ASPECTOS MEDIOAMBIENTALES

En 2009, el BCE estableció un Sistema de Gestión Medioambiental (EMS), que cumple los requisitos del marco de política medioambiental adoptado por el Comité Ejecutivo a finales de 2007. El EMS se basa en la norma internacional EN ISO 14001 y tiene por objeto lograr la mejora continua del comportamiento medioambiental del BCE. Está previsto que la certificación y el registro del EMS, de conformidad con el Reglamento (CE) nº 761/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se permite la adhesión a un sistema de gestión y auditoría medioambientales, se lleven a cabo a mediados de 2010. Además, se ha puesto en marcha un programa encaminado a minimizar el impacto medioambiental del BCE.

2.6 GESTIÓN DE LOS SERVICIOS DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN

En 2009, como resultado de una revisión estratégica de las funciones informáticas del BCE, se simplificó la estructura organizativa de la Dirección General de Sistemas de Información y se elaboró un plan estratégico para los sistemas de información. Este plan se centrará en la orientación estratégica de los servicios informáticos a las necesidades de sus usuarios, que serán atendidas íntegramente a lo largo de todo el ciclo de vida de dichos servicios. El BCE superó con éxito su primera auditoría de cumplimiento de la norma ISO/IEC 20000, que evalúa la gestión de los servicios informáticos y, asimismo, obtuvo la certificación de cumplimiento de la norma ISO 9001:2008 en el sistema de gestión de los proyectos informáticos.

En el ámbito del SEBC, la gobernanza de los sistemas de información se ha reforzado con

3 CONFERENCIA DE RECURSOS HUMANOS

En 2009, la Conferencia de Recursos Humanos (HRC) y su grupo de trabajo sobre Formación y Desarrollo Profesional se ocuparon de distintos aspectos de la gestión de los recursos humanos. En febrero se celebró una conferencia sobre la gestión de la salud, que se centró en las medidas para mejorar la salud de los empleados y la gestión de las bajas por enfermedad. Otros asuntos tratados por la HRC fueron la gestión del conocimiento, así como las estancias de los empleados en el extranjero. En relación con este último asunto, la HRC organizó un seminario sobre el apoyo al personal antes, durante y después de su estancia en el extranjero.

Se preparó un folleto electrónico para potenciar el desarrollo profesional y la movilidad en el SEBC, que se publicará en la intranet de los distintos bancos centrales.

A partir de un análisis de necesidades, la HRC elaboró el programa de un seminario del SEBC sobre gestión de proyectos. Su contenido se centró en la metodología de la gestión de proyectos, así como en las competencias personales que se necesitan en un entorno de este tipo, y se introducirá en 2010.

4 DIÁLOGO SOCIAL DEL SEBC

El Diálogo Social del SEBC es un foro de consulta en el que participan el BCE y los representantes del personal de los bancos centrales del SEBC y de tres federaciones europeas de sindicatos¹⁹. Su objetivo es proporcionar información y facilitar el intercambio de puntos de vista sobre cuestiones que podrían tener repercusiones significativas sobre las condiciones laborales en los bancos centrales del SEBC. Esta información se ofrece a través de un boletín semestral y en las reuniones que se celebran en Fráncfort dos veces al año.

En 2009, el Diálogo Social del BCE celebró su décimo aniversario. Las reuniones se centraron en la supervisión financiera y en el establecimiento de una Junta Europea de Riesgo Sistémico, en la cooperación y la especialización en el Eurosistema, así como en la cartera de proyectos y servicios informáticos del SEBC. También se debatieron temas relacionados con la producción y circulación de billetes y con los sistemas de pago. Se informó a los representantes de los empleados de los trabajos desarrollados por la HRC.

Las reuniones ad hoc sobre producción y circulación de billetes siguieron ocupándose de cuestiones técnicas relacionadas con los billetes antes de la celebración de la reunión plenaria del Diálogo Social. El grupo de trabajo sobre el Diálogo Social en el SEBC volvió a reunirse en octubre para debatir las distintas maneras de mejorar la comunicación entre el BCE y las federaciones.

¹⁹ El Standing Committee of European Central Bank Unions (SCECBU), la Union Network International – Europa (UNI-Europa Finance) y la European Federation of Public Service Unions (EPSU).

5 CUENTAS ANUALES DEL BCE

INFORME DE GESTIÓN DEL EJERCICIO 2009

I NATURALEZA DE LA ACTIVIDAD

Las actividades llevadas a cabo por el BCE en el 2009 se describen de forma detallada en los correspondientes capítulos del Informe Anual.

2 OBJETIVOS Y FUNCIONES

Los objetivos y las funciones del BCE se describen en los Estatutos del SEBC (artículos 2 y 3). El prólogo del Presidente al Informe Anual incluye una visión general de los objetivos logrados.

3 PRINCIPALES RECURSOS, RIESGOS Y PROCESOS

GOBIERNO DEL BCE

La información relacionada con el gobierno del BCE puede encontrarse en el capítulo 7 del Informe Anual.

MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO

Los Gobiernos de los Estados miembros, representados por sus Jefes de Estado o de Gobierno, designan por mayoría cualificada a los miembros del Comité Ejecutivo de entre personalidades de reconocido prestigio y experiencia profesional en asuntos monetarios o bancarios, sobre la base de una recomendación del Consejo de la UE y previa consulta al Parlamento Europeo y al Consejo de Gobierno.

El Consejo de Gobierno determina las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo a propuesta de un comité compuesto por tres miembros designados por el Consejo de Gobierno y otros tres designados por el Consejo de la UE.

Los emolumentos del Comité Ejecutivo se reflejan en la nota 30 «Gastos de personal» de las Cuentas Anuales.

EMPLEADOS

La cifra media de empleados del BCE (el equivalente a tiempo completo) con un contrato¹ aumentó de 1.499 en 2008 a 1.530 en 2009. Al final de 2009, había 1.563 empleados. Se puede encontrar información más detallada al respecto en la nota 30 «Gastos de personal» de las Cuentas Anuales y en la sección 2 del capítulo 7 del Informe Anual, donde se describe asimismo la estrategia de recursos humanos del BCE.

INVERSIONES Y GESTIÓN DEL RIESGO

La cartera de activos exteriores de reserva del BCE está compuesta por activos exteriores de reserva transferidos por los BCN de la zona del euro, de conformidad con las disposiciones del artículo 30 de los Estatutos del SEBC, y por los rendimientos de los mismos. Estos activos están destinados a financiar las operaciones del BCE en los mercados de divisas realizadas con los fines establecidos en el Tratado.

La cartera de recursos propios del BCE refleja la inversión del capital desembolsado, la contrapartida de la provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, el fondo de reserva general y los ingresos acumulados en la cartera en el pasado. Su objetivo es proporcionar al BCE ingresos que contribuyan a cubrir sus gastos de explotación.

Las inversiones del BCE y la gestión del riesgo asociado a las mismas se analizan de forma más detallada en el capítulo 2 del Informe Anual.

PROCEDIMIENTO PRESUPUESTARIO

La función del Comité de Presupuestos (BUCOM), compuesto por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro, es esencial en el proceso de gobierno financiero del BCE.

¹ Los empleados con permisos no retribuidos no están incluidos. Esta cifra incluye al personal con contratos indefinidos o temporales y a los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluye a los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno, el BUCOM asiste al Consejo de Gobierno llevando a cabo una evaluación detallada de las propuestas de presupuesto anual del BCE y de las solicitudes de financiación presupuestaria suplementaria del Comité Ejecutivo previa a su presentación al Consejo de Gobierno para su aprobación. Todo gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado periódicamente por el Comité Ejecutivo, con el asesoramiento de la función de control interno del BCE, y por el Consejo de Gobierno, asistido por el BUCOM.

4 RESULTADO FINANCIERO

CUENTAS FINANCIERAS

De conformidad con el artículo 26.2 de los Estatutos del SEBC, el Comité Ejecutivo prepara las cuentas anuales del BCE de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. Una vez que las cuentas han sido aprobadas por el Consejo de Gobierno, son publicadas.

PROVISIÓN POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO, DE TIPO DE INTERÉS, DE CRÉDITO Y DE PRECIO DEL ORO

Dado que la mayor parte de los activos y pasivos del BCE se valoran periódicamente a los tipos de cambio y precios de mercado vigentes, la rentabilidad del BCE se ve altamente afectada por la exposición al riesgo de tipo de cambio y, en menor medida, por la exposición al riesgo de tipo de interés. Este grado de exposición al riesgo procede, principalmente, de las tenencias de activos de reserva en moneda extranjera denominados en dólares estadounidenses, yenes y oro, que se invierten en su mayor parte en instrumentos que generan intereses.

En 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. El Consejo de Gobierno decidió asimismo que el montante de la provisión, junto con el importe mantenido en el fondo de reserva general del BCE, no podría exceder el valor de las participaciones del capital desembolsadas por los BCN de la zona del euro. En 2009, a raíz del establecimiento del programa de adquisiciones de bonos garantizados (véase la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro» de las Cuentas Anuales), el Consejo de Gobierno decidió ampliar el ámbito de la provisión por riesgos para cubrir también el riesgo de crédito.

A 31 de diciembre de 2008, el importe de esta provisión ascendía a 4.014.961.580 euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Národná banka Slovenska contribuyó a esta provisión con 40.290.173 euros, con efectos a partir del 1 de enero de 2009. Asimismo, tomando en consideración los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió liberar de la provisión a 31 de diciembre de 2009, un importe de 34.806.031 euros, a fin de que se cumpliera el límite máximo permitido. El efecto neto de las operaciones mencionadas fue un aumento del volumen de la provisión hasta 4.020.445.722 euros, que es el valor del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2009.

Esta provisión se utilizará para compensar pérdidas realizadas y no realizadas, en particular las pérdidas no cubiertas por las cuentas de revalorización. La dotación y el mantenimiento de esta provisión se revisan anualmente teniendo en cuenta diversos factores, en especial, el volumen de las tenencias de activos con riesgo, la medida en la que se hayan materializado los riesgos asumidos en el presente ejercicio, los resultados proyectados para el próximo ejercicio y una evaluación del riesgo que incluye cálculos de valor en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se aplican de forma sistemática a lo largo del tiempo.

RESULTADOS FINANCIEROS DE 2009

En 2009, los ingresos netos del BCE previos a la liberación de la provisión por riesgos fueron de 2.218 millones de euros, frente a los 2.661 millones de euros de 2008. Los beneficios netos, una vez realizada dicha liberación, ascendieron a 2.253 millones de euros, que fueron distribuidos a los BCN.

En 2008, la depreciación del euro frente al yen y al dólar estadounidense se tradujo en unas ganancias no realizadas de, aproximadamente, 3,6 mm de euros. Estas ganancias se registraron en las cuentas de revalorización, en consonancia con los principios contables comunes establecidos por el Consejo de Gobierno para el Eurosistema. En 2009, la apreciación del euro frente al yen y el dólar estadounidense dio lugar a una reducción de 1,5 mm de euros en estas cuentas de revalorización, mientras que el considerable aumento registrado en el precio del oro durante 2009 se tradujo en un incremento de 2 mm de euros en las ganancias no realizadas correspondientes.

Los ingresos netos por intereses se redujeron de 2.381 millones de euros en 2008, a 1.547 millones de euros en 2009, debido, principalmente, a la disminución de los ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema, como reflejo de un menor tipo marginal medio de las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 2009, y al descenso de los ingresos netos por intereses procedentes de los activos exteriores de reserva en ese mismo año, debido, fundamentalmente, a que los tipos de interés de los activos denominados en dólares estadounidenses fueron, en promedio, más bajos en ese ejercicio. La reducción resultante se vio sólo parcialmente compensada por la disminución en la remuneración de los activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas al BCE.

Las ganancias netas procedentes de operaciones financieras aumentaron de 662 millones de

euros en 2008, a 1.103 millones de euros en 2009, debido, principalmente, al incremento de las ganancias netas procedentes de las ventas de valores en 2009 y a las ganancias de la venta de oro, como consecuencia del considerable aumento en el precio de este metal registrado durante el año, en combinación con el hecho de que se vendiera un mayor volumen del mismo en el ejercicio. Estas ventas se efectuaron de conformidad con el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, que entró en vigor el 27 de septiembre de 2004, suscrito por el BCE.

Los gastos de administración del BCE, incluida la amortización, aumentaron de 388 millones de euros en 2008 a 401 millones de euros en 2009.

VARIACIÓN DEL CAPITAL DEL BCE

De conformidad con el artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC, la clave de los BCN para la suscripción de capital del BCE debe ajustarse cada cinco años. El segundo de dichos ajustes desde la creación del BCE tuvo lugar el 1 de enero de 2009.

Además, de conformidad con la Decisión del Consejo 2008/608/CE, de 8 de Julio de 2008, tomada de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, Eslovaquia adoptó la moneda única el 1 de enero de 2009. En consecuencia, como establece el artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC, el Národná banka Slovenska desembolsó en esa fecha el resto de su capital suscrito del BCE.

El ajuste de la clave de los BCN para la suscripción de capital del BCE, junto con la entrada de Eslovaquia en la zona del euro se ha traducido en un aumento del capital desembolsado del BCE de 4.137 millones de euros el 31 de diciembre de 2008, a 4.142 millones de euros el 1 de enero de 2009. Se puede encontrar información más detallada sobre estas modificaciones en la nota 16, «Capital y reservas», de las Cuentas Anuales.

5 OTRAS CUESTIONES

REVISIÓN DEL PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE

En 2009, el BCE revisó el plan de jubilación de sus empleados, a fin de garantizar su sostenibilidad financiera a largo plazo. A consecuencia de ello, el 31 de mayo quedó congelado el plan de jubilación existente, y el 1 de junio de 2009 se implantó un nuevo plan de pensiones. Para más información al respecto, véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en el apartado sobre normativa contable de las Cuentas Anuales, así como en la sección 2 del capítulo 7 del Informe Anual, que describe asimismo las condiciones de empleo en el BCE.

BALANCE A 31 DE DICIEMBRE DE 2009

Activo	NOTA NÚMERO	2009 €	2008 €
Oro y derechos en oro	1	12.355.158.122	10.663.514.154
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI		346.455.675	346.651.334
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores		35.109.527.121	41.264.100.632
		35.455.982.796	41.610.751.966
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2	3.293.593.476	22.225.882.711
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	3		
Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos		0	629.326.381
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	4	5.000	25.006
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	5		
Valores mantenidos a efectos de la política monetaria		2.181.842.083	0
Cuentas intra-Eurosistema	6		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema		64.513.307.300	61.021.794.350
Otros activos intra-Eurosistema (neto)		6.359.967.425	234.095.515.333
		70.873.274.725	295.117.309.683
Otros activos	7		
Inmovilizado material		221.886.920	202.690.344
Otros activos financieros		11.816.451.684	10.351.859.696
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance		20.951.426	23.493.348
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados		775.782.372	1.806.184.794
Diversos		1.003.035.232	1.272.185.672
		13.838.107.634	13.656.413.854
Total activo		137.997.963.836	383.903.223.755

PASIVO	NOTA NÚMERO	2009 €	2008 €
Billetes en circulación	8	64.513.307.300	61.021.794.350
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	9	1.056.000.000	1.020.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10	9.515.160.271	253.930.530.070
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	11	0	272.822.807
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11	18.752.058	1.444.797.283
Depósitos y otros pasivos			
Cuentas intra-Eurosistema	12		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera		40.204.457.215	40.149.615.805
Otros pasivos	13		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance		196.041.410	1.130.580.103
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados		731.468.960	2.284.795.433
Diversos		409.204.389	1.797.414.878
		1.336.714.759	5,212,790,414
Provisiones	14	4.042.873.982	4.038.858.227
Cuentas de revalorización	15	10.915.251.958	11.352.601.325
Capital y reservas	16		
Capital		4.142.260.189	4.137.159.938
Beneficio del ejercicio		2.253.186.104	1.322.253.536
Total pasivo		137.997.963.836	383.903.223.755

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL EJERCICIO QUE FINALIZÓ EL 31 DE DICIEMBRE DE 2009

	NOTA NÚMERO	2009 €	2008 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva		700.216.277	1.036.423.272
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema		787.157.441	2.230.477.327
Otros ingresos por intereses		5.608.442.130	9.956.981.127
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>7.095.815.848</i>	<i>13.223.881.726</i>
Remuneración de activos de los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas		(443.045.045)	(1.400.368.012)
Otros gastos por intereses		(5.105.724.953)	(9.442.319.040)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(5.548.769.998)</i>	<i>(10.842.687.052)</i>
Ingresos netos por intereses	24	1.547.045.850	2.381.194.674
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	25	1.102.597.118	662.342.084
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	26	(37.939.649)	(2.662.102)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro		34.806.031	(1.339.019.690)
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		1.099.463.500	(679.339.708)
Gastos netos por honorarios y comisiones	27	(16.010)	(149.007)
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	28	934.492	882.152
Otros ingresos	29	6.783.936	7.245.593
Total ingresos netos		2.654.211.768	1.709.833.704
Gastos de personal	30	(187.314.707)	(174.200.469)
Gastos de administración	31	(186.447.503)	(183.224.063)
Amortización del inmovilizado material		(21.042.602)	(23.284.586)
Gastos de producción de billetes	32	(6.220.852)	(6.871.050)
Beneficio del ejercicio		2.253.186.104	1.322.253.536

Fráncfort del Meno, 23 de febrero de 2010

BANCO CENTRAL EUROPEO

*Jean-Claude Trichet
Presidente*

NORMATIVA CONTABLE¹

FORMA Y PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros del BCE se han diseñado para presentar la imagen fiel de su situación financiera y de los resultados de sus operaciones y se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación², y que el Consejo de Gobierno del BCE considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

PRINCIPIOS CONTABLES

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, devengo, empresa en funcionamiento, consistencia y comparabilidad.

RECONOCIMIENTO DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos o pasivos sólo se reflejan en el balance cuando sea probable que se produzca un resultado económico futuro derivado de los mismos para o por el BCE y la casi totalidad de los riesgos o beneficios asociados se haya transferido al BCE y el coste o valor del activo o el importe de la obligación pueda determinarse de forma fidedigna.

CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han elaborado siguiendo el criterio del coste histórico, con las modificaciones necesarias para reflejar el precio de mercado de los valores negociables (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 de 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 de 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 2009, se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2009.

¹ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se recoge en la Decisión BCE/2006/17, DO L 348 de 11.12.06, p. 38, según texto modificado.

² Estos principios son coherentes con lo previsto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un enfoque armonizado de las prácticas de contabilización y suministro de información financiera de las operaciones del Eurosistema.

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 2009, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2009.

Los valores negociables clasificados como mantenidos hasta su vencimiento, los valores no negociables 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 ganancias y las pérdidas 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 exceden de 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 se 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 activos.

OPERACIONES TEMPORALES

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores en el pasivo del balance y conllevan además unos gastos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del BCE.

Mediante las adquisiciones temporales se compran valores al contado con el compromiso simultáneo de revender dichos valores a la entidad de contrapartida a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las adquisiciones temporales de valores se registran como préstamos con garantía en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias de valores del BCE y generan ingresos por intereses en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores sólo se registran en el balance cuando la garantía consiste en el depósito de efectivo en una cuenta del BCE.

En el 2009, 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 *swap* de divisas y otros instrumentos que conllevan operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futura, se incluyen en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

La valoración de los instrumentos sobre tipos de interés se revisa elemento por elemento. Las modificaciones diarias del margen de variación de los contratos de futuros sobre tipos de interés vivos quedan registradas en la Cuenta de pérdidas y ganancias. La valoración de operaciones a plazo con valores y de *swaps* de tipos de interés se realiza de acuerdo con métodos de valoración generalmente aceptados que utilizan precios y tipos de mercado observables y factores de descuento desde las fechas de liquidación hasta la fecha de valoración.

ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno aprueba los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Los acontecimientos importantes posteriores al cierre del balance que no afectan a la situación de los activos y pasivos en la fecha del balance se presentan en las notas.

SALDOS INTRA-SEBC/INTRA-EUROSISTEMA

Las operaciones intra-SEBC son transacciones transfronterizas entre dos bancos centrales de la

Unión Europea. Dichas transacciones se realizan principalmente a través de TARGET2, el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (véase el capítulo 2 del Informe Anual), y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales conectados a TARGET2. Estos saldos bilaterales se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada banco central un único saldo neto frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada banco central frente al resto del SEBC.

Los saldos intra-SEBC denominados en euros de los BCN de la zona del euro frente al BCE, a excepción del capital del BCE y del pasivo de contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, se reflejan como activos o pasivos intra-Eurosistema y se presentan en el balance del BCE por su posición neta.

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro con el BCE, derivados de su participación en TARGET2³, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

TRATAMIENTO DE LOS ACTIVOS FIJOS

Los activos fijos se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos se valoran por su precio de adquisición. La amortización se calcula de forma lineal, comenzando en el trimestre posterior a su

3 A 31 de diciembre de 2009, los BCN no pertenecientes a la zona del euro participantes en TARGET2 eran: Danmarks Nationalbank, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Narodowy Bank Polski y Eesti Pank.

adquisición y continuando en el período durante el que se espera utilizar el activo. En concreto:

Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	cuatro años
Equipamiento, mobiliario e instalaciones	diez años
Activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros	no se capitalizan

El período de amortización para edificios y gastos de renovación activados relacionados con las oficinas en alquiler que actualmente ocupa el BCE, se ha reducido a fin de garantizar que estos activos se hayan amortizado enteramente antes de que el BCE se haya trasladado a su nueva sede.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

El BCE mantiene para su personal un sistema de prestación definida, financiado mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo para los empleados.

En 2009, el BCE revisó el plan de jubilación de su personal con el fin de asegurar la sostenibilidad financiera del mismo a largo plazo. Como consecuencia de esta revisión, el plan de jubilación existente quedó congelado el 31 de mayo de 2009, preservándose los correspondientes derechos adquiridos por el personal.

El 1 de junio de 2009, se implantó un nuevo plan de pensiones tanto para el personal actual como para el futuro, en el que se han aumentado las contribuciones obligatorias, tanto del BCE como del personal, del 16,5% al 18%, y del 4,5% al 6% del salario base, respectivamente. Al igual que con el anterior plan, los empleados pueden realizar contribuciones voluntarias adicionales en un sistema de aportación definida, con el fin de mejorar la prestación⁴.

BALANCE

El pasivo que se refleja en el balance respecto a los planes de prestación definida es el

siguiente: el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas 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 determina descontando los flujos de caja futuros esperados, utilizando los tipos de interés de valores de renta fija de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo del pasivo por pensión del que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente), y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

El importe neto registrado en la Cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- el coste actual de servicio de las prestaciones originado en el ejercicio;
- el interés al tipo de descuento de la obligación por prestaciones definidas;
- el rendimiento esperado de los activos afectos al plan; y
- cualquier pérdida o ganancia actuarial reflejada en la Cuenta de pérdidas y ganancias utilizando un sistema de «banda de fluctuación del 10%».

⁴ Cada empleado puede hacer uso de las aportaciones voluntarias para adquirir una pensión suplementaria, que se incluiría en el pasivo por prestación definida a partir del ese momento.

SISTEMA DE «BANDA DE FLUCTUACIÓN DEL 10%»

Las pérdidas y ganancias actuariales 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.

PENSIONES DE LOS MIEMBROS DEL COMITÉ EJECUTIVO Y OTRAS OBLIGACIONES DE JUBILACIÓN

Existen planes de pensiones para los miembros del Comité Ejecutivo del BCE no financiados a través de un fondo y provisiones para la cobertura de prestaciones por incapacidad de los empleados. Los costes estimados de estas prestaciones se devengan de acuerdo con las condiciones de empleo de los miembros del Comité Ejecutivo y de los empleados utilizando un método contable similar al de los planes de pensiones de prestaciones definidas. Las pérdidas y ganancias actuariales se reflejarán de la forma descrita anteriormente.

Estas obligaciones se valoran con carácter anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

BILLETES EN CIRCULACIÓN

El BCE y los BCN de 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 a los bancos centrales del Eurosistema 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». Estos ingresos se asignan a los BCN en el ejercicio en el que se devengan, y se distribuyen el segundo día hábil del ejercicio siguiente⁸. Estos ingresos se distribuyen en su totalidad, a menos que el beneficio neto del BCE en el ejercicio sea inferior al importe de sus ingresos por billetes en euros en circulación, o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, o reducir estos ingresos en razón de los gastos en que ha incurrido el BCE al emitir y manipular billetes en euros.

RECLASIFICACIONES

Los ingresos y los gastos por intereses en moneda extranjera derivados de las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos fueron previamente registrados en la partida «Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva». El BCE ha decidido reclasificar estos conceptos a las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses»⁹ de modo que solo los ingresos por intereses derivados de la

5 Decisión BCE/2001/15, de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros, DO L 337, de 20.12.2001, p. 52, según el texto modificado.

6 «Clave de asignación de billetes» son los porcentajes que resultan de tener en cuenta la participación del BCE en la emisión total de billetes en euros y aplicar la clave del capital suscrito a la participación de los BCN en esa emisión total.

7 Decisión BCE/2001/16, de 6 de diciembre de 2001, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002, DO L 337, de 20.12.2001, p. 55, según el texto modificado.

8 Decisión BCE/2005/11, de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación, DO L 311, de 26.11.2005, p.41.

9 La reclasificación se ajusta a la normativa detallada que regula la contabilidad del BCE recogida en la Decisión BCE/2006/17, DO L 348 de 11.12.06, p. 38, según texto modificado.

gestión de las reservas en moneda extranjera figuren en la partida «Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva» Las cifras comparables del 2008 se han ajustado de la siguiente manera:-

externo del BCE por un período de cinco años que terminará con el ejercicio financiero de 2012.

	Publicado en 2008 €	Ajuste debido a reclasificación €	Importe reexpresado €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva	997.075.442	39.347.830	1.036.423.272
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	2.230.477.327	0	2.230.477.327
Otros ingresos por intereses	8.430.894.437	1.526.086.690	9.956.981.127
<i>Ingresos por intereses</i>	<i>11.658.447.206</i>	<i>1.565.434.520</i>	<i>13.223.881.726</i>
Remuneración de los activos de contrapartida de las reservas transferidas por los BCN	(1.400.368.012)	0	(1.400.368.012)
Otros gastos por intereses	(7.876.884.520)	(1.565.434.520)	(9.442.319.040)
<i>Gastos por intereses</i>	<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(1.565.434.520)</i>	<i>(10.842.687.052)</i>
Ingresos netos por intereses	2.381.194.674	0	2.381.194.674

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

NOTAS AL BALANCE

I ORO Y DERECHOS EN ORO

A 31 de diciembre de 2009, las tenencias del BCE ascendían a 16.122.146 onzas¹⁰ de oro fino (17.156.546 onzas en 2008). Esta reducción se debió a: a) las ventas de 1.141.248 onzas de oro fino efectuadas conforme al «Central Bank Gold Agreement» —que entró en vigor el 27 de septiembre de 2004— suscrito por el BCE, y b) a la transferencia al BCE de 106.848 onzas de oro fino¹¹ realizada por el Národná banka Slovenska en el momento de la adopción por Eslovaquia de la moneda única, de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC. El descenso del equivalente en euros de esas tenencias, resultante de estas operaciones, fue compensado con creces por el considerable aumento del precio del oro en 2009 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES Y RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

ACTIVOS FRENTE AL FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en Derechos Especiales de Giro (DEG) a 31 de diciembre de 2009, que se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. El DEG se define en términos de una cesta de divisas y su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen). En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

DEPÓSITOS EN BANCOS, INVERSIONES EN VALORES, PRÉSTAMOS AL EXTERIOR Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES; 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>	2009 €	2008 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	845.908.975	5.808.582.148	(4.962.673.173)
Depósitos	636.977.905	573.557.686	63.420.219
Adquisiciones temporales	0	379.961.453	(379.961.453)
Inversiones en valores	33.626.640.241	34.501.999.345	(875.359.104)
Total	35.109.527.121	41.264.100.632	(6.154.573.511)

<i>Activos frente a residentes en la zona del euro</i>	2009 €	2008 €	Diferencia €
Cuentas corrientes	677.846	619.534	58.312
Depósitos	3.292.915.630	22.225.263.177	(18.932.347.547)
Total	3.293.593.476	22.225.882.711	(18.932.289.235)

La disminución del valor en las cuentas corrientes mantenidas con no residentes en la zona del euro se debe principalmente a los factores que figuran a continuación.

- (a) A 31 de diciembre de 2008, las cuentas corrientes incluían 3.9 mm de euros correspondientes a la liquidación de la parte en coronas danesas de las operaciones de swap realizadas con el Danmarks Nationalbank pendientes¹². A 31 de diciembre de 2009, no había operaciones de *swap* vivas;

¹⁰ Equivale a 501,5 toneladas.

¹¹ La transferencia, por un importe equivalente a 66,5 millones de euros, se realizó con efectos a partir del 1 de enero de 2009.

¹² Acuerdo de divisas recíproco (línea de swap) adoptado en 2008 entre el Danmarks Nationalbank y el BCE, según el cual, el BCE facilita liquidez en euros al Danmarks Nationalbank a cambio de coronas danesas por el tiempo de duración de las operaciones. Los fondos resultantes son utilizados para apoyar medidas destinadas a mejorar la liquidez de los mercados en euros a corto plazo.

(b) Los saldos en francos suizos¹³, originados en relación con el acuerdo de swap con el Banco Nacional de Suiza, se redujeron como consecuencia de la significativa disminución de operaciones pendientes a 31 de diciembre de 2009 (véase la nota 10, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

La depreciación del yen y del dólar estadounidense frente al euro y la reducción de las ganancias por valores no realizadas (véase la nota 15, «Cuentas de revalorización») también han contribuido a la disminución del valor total de estas partidas.

A 31 de diciembre de 2008, los depósitos relacionados con operaciones llevadas a cabo por los bancos centrales del Eurosistema para proporcionar liquidez en dólares estadounidenses a entidades de crédito de la zona del euro se incluyeron en el componente depósitos bancarios con residentes en la zona del euro. A 31 de diciembre de 2009, no había saldo vivo de los depósitos, lo que se tradujo en una disminución significativa de este componente.

Asimismo, en el momento de la adopción de la moneda única por Eslovaquia, con efectos a partir del 1 de enero de 2009, el Národná banka Slovenska transfirió al BCE dólares estadounidenses por un valor agregado de 376.6 millones de euros, de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC.

La posición neta del BCE en moneda extranjera¹⁴ (dólares estadounidenses y yenes) a 31 de diciembre de 2009 era la siguiente:

	Millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	43.123
Yenes	1.093.848

3 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2008, esta partida incluía principalmente un activo por valor de

460,0 millones de euros frente al Magyar Nemzeti Bank en relación con un acuerdo con el BCE sobre cesiones temporales. Dicho acuerdo ofrece al Magyar Nemzeti Bank una facilidad de crédito de hasta 5 mm de euros para respaldar sus operaciones internas de provisión de liquidez en euros. A 31 de diciembre de 2009, no había operaciones vivas.

4 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2009, este activo estaba formado por una cuenta corriente con un residente en la zona del euro.

5 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2009, esta partida se componía de valores adquiridos por el BCE en el ámbito del programa de adquisiciones de bonos garantizados anunciado por el Consejo de Gobierno el 4 de junio de 2009. En virtud de este programa, el BCE y los BCN habían comenzado a adquirir con fines de política monetaria, bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro. Se espera que las adquisiciones se hayan completado en su totalidad a finales de junio de 2010.

¹³ Los saldos en francos suizos reflejan las medidas de control de riesgo aplicadas por el BCE en sus subastas de *swaps* de divisas euros/francos suizos, que se realizan con recortes iniciales del 5% en las operaciones a una semana.

¹⁴ Los activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, figuran en las partidas «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», «Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro», «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro», «Diferencias por valoración de partidas fuera de balance» (lado del pasivo) y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», teniendo además en cuenta las operaciones a plazo en divisas y los *swaps* de divisas registrados en partidas fuera de balance. No se incluyen los efectos de la revalorización de los precios de los valores denominados en moneda extranjera.

El Consejo de Gobierno ha decidido clasificar los bonos garantizados como mantenidos hasta su vencimiento (véase «Valores» en las notas sobre normativa contable). A 31 de diciembre de 2009 no había evidencia objetiva de que estos activos se hubiesen deteriorado.

6 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

ACTIVOS RELACIONADOS CON LA ASIGNACIÓN DE BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

OTROS ACTIVOS INTRA-EUROSISTEMA (NETO)

En 2009 esta partida se componía principalmente de los saldos TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). La disminución de esta posición se debió principalmente a la reducción del saldo vivo relativa a las operaciones de *swap* realizadas con los BCN en relación con operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses (véase la nota 10, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

Esta rúbrica incluye también el importe adendado a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

	2009 €	2008 €
Adendado por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	317.085.135.903	420.833.781.929
Adendado a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(309.938.011.037)	(185.532.591.178)

	2009 €	2008 €
Adendado a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes	(787.157.441)	(1.205.675.418)
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	6.359.967.425	234.095.515.333

7 OTROS ACTIVOS

INMOVILIZADO MATERIAL

A 31 de diciembre de 2009, estos activos incluyen los siguientes elementos:

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Coste			
Terrenos y construcciones	168.811.800	159.972.149	8.839.651
Equipamiento y aplicaciones informáticos	182.723.860	174.191.055	8.532.805
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	29.786.515	28.862.720	923.795
Inmovilizado en curso	105.158.742	83.407.619	21.751.123
Otros activos fijos	3.668.526	3.577.485	91.041
Coste total	490.149.443	450.011.028	40.138.415
Depreciación acumulada			
Terrenos y construcciones	(70.731.976)	(59.885.983)	(10.845.993)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(169.735.407)	(160.665.542)	(9.069.865)
Equipamiento, mobiliario, instalaciones y vehículos a motor	(27.593.378)	(26.618.732)	(974.646)
Otros activos fijos	(201.762)	(150.427)	(51.335)
Total depreciación acumulada	(268.262.523)	(247.320.684)	(20.941.839)
Valor neto contable	221.886.920	202.690.344	19.196.576

La partida «Terrenos y construcciones» se incrementó debido principalmente al último pago del terreno adquirido para la construcción de la nueva sede del BCE.

El incremento de la partida «Inmovilizado en curso» está relacionado principalmente con los trabajos de construcción de la nueva sede del BCE. Las transferencias desde dicha partida a las rúbricas de activos fijos correspondientes se efectuarán una vez dichos activos hayan sido puestos en funcionamiento.

OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

Esta partida se compone de la inversión del BCE mantenida como contrapartida directa de su capital y reservas del BCE (véase la nota 13 «Otros pasivos»), 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:

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Cuentas corrientes en euros	8.748.115	4.936.630	3.811.485
Depósitos bancarios en euros	0	150.000.000	(150.000.000)
Valores emitidos en euros	11.295.095.956	9.675.505.128	1.619.590.828
Adquisiciones temporales en euros	470.622.051	479.293.075	(8.671.024)
Otros activos financieros	41.985.562	42.124.863	(139.301)
Total	11.816.451.684	10.351.859.696	1.464.591.988

El incremento neto en esta partida se debió principalmente a la inversión en la cartera de recursos propios de la contrapartida del importe transferido a la provisión del BCE frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro en 2008, y a los ingresos recibidos en la cartera de recursos propios en 2009.

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 2009 (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 «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

También se incluyen las ganancias por valoración en operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 20, «*Swaps* de tipos de interés»).

CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

En 2009 esta partida incluía intereses a cobrar correspondientes a los saldos de TARGET2 adendados por los BCN de la zona del euro mantenidos durante el último mes de 2009 por valor de 261.6 millones de euros (648.9 millones de euros en 2008), 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 157.8 millones de euros (500.4 millones de euros en 2008).

Incluye además los intereses a cobrar por valores (véanse también la nota 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro», la nota 5, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», y la nota 7, «Otros activos») y otros activos financieros.

DIVERSOS

Esta partida incluye fundamentalmente el devengo de la distribución provisional de los ingresos del BCE derivados de los billetes

(véanse «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y la nota 6, «Activos intra-Eurosistema»).

También se compone de saldos positivos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2009 (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).

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 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA a través del sistema TARGET2.

10 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

A 31 de diciembre de 2009 esta partida incluía principalmente un pasivo frente a la

Reserva Federal por valor de 4.5 mm de euros (219.7 mm de euros en 2008) en relación con la operación Term Auction Facility en dólares estadounidenses. En el marco de este programa, la Reserva Federal suministró dólares estadounidenses al BCE mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea de *swap*), adoptado a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones de *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizaron los fondos obtenidos para efectuar operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con entidades de contrapartida del Eurosistema en forma de operaciones temporales y de *swap*. Las operaciones de *swap* entre el BCE y los BCN se tradujeron en saldos intra-Eurosistema entre el BCE y los BCN, registrados en el epígrafe «Otros activos intra-Eurosistema (neto)».

Esta partida también incluye un pasivo frente al Banco Nacional de Suiza por valor de 1.8 mm de euros (18.4 mm de euros en 2008). El Banco Nacional de Suiza suministró francos suizos mediante un acuerdo de *swap* adoptado a fin de ofrecer financiación en francos suizos a corto plazo a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acordó realizar operaciones de *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizaron los fondos obtenidos para efectuar operaciones de inyección de liquidez en francos suizos con entidades de contrapartida del Eurosistema a cambio de euros en forma de operaciones de *swap*. Las operaciones de *swap* entre el BCE y los BCN se tradujeron en saldos intra-Eurosistema, reflejados bajo la rúbrica «Otros activos intra-Eurosistema (neto)». Asimismo, en 2008 esta partida incluía un pasivo frente al Banco Nacional de Suiza por valor de 15.4 mm de euros resultante de la colocación en el BCE de fondos en euros obtenidos por el Banco Nacional de Suiza en operaciones con otras entidades de contrapartida. A 31 de diciembre de 2009 no había saldos vivos relacionados con tales pasivos.

En 2009, la reducción del valor de los pasivos enumerados más arriba se debió a un descenso de la demanda de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos por parte de las entidades de contrapartida del Eurosistema.

El resto de esta partida lo componen los saldos mantenidos en el BCE por BCN no pertenecientes a la zona del euro, como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET2 (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

II PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON RESIDENTES Y NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Estas dos partidas recogen fundamentalmente los pasivos que se derivan de acuerdos de cesión temporal con residentes y no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

12 PASIVOS INTRA-EUROSISTEMA

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia al BCE de activos exteriores de reserva. Estos pasivos se remuneran al tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar la remuneración nula del componente de oro (véase la nota 24, «Ingresos netos por intereses»).

Considerando el ajuste de las ponderaciones de los BCN en la clave de capital del BCE (véase la nota 16, «Capital y reservas») y la transferencia de activos exteriores de reserva realizada por el Národná banka Slovenska en el momento en que Eslovaquia adoptó la moneda única, el valor total de estos pasivos se incrementó hasta 40.204.457.215 euros tras una decisión del Consejo de Gobierno, de conformidad con el artículo 30 de los Estatutos del SEBC.

	Desde el 1 de enero de 2009 €	A 31 de diciembre de 2008 ¹⁾ €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.397.303.847	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	10.909.120.274	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	639.835.662	511.833.966
Banco de Grecia	1.131.910.591	1.046.595.329
Banco de España	4.783.645.755	4.349.177.351
Banque de France	8.192.338.995	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.198.856.881	7.217.924.641
Banco Central de Chipre	78.863.331	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	100.638.597	90.730.275
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	36.407.323	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.297.463.391	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.118.545.877	1.161.289.918
Banco de Portugal	1.008.344.597	987.203.002
Banka Slovenije	189.410.251	183.995.238
Národná banka Slovenska	399.443.638	-
Suomen Pankki – Finlands Bank	722.328.205	717.086.011
Total	40.204.457.215	40.149.615.805

1) Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. La suma de los componentes puede no coincidir con el total debido al redondeo.

El activo de contrapartida correspondiente al Národná banka Slovenska se fijó en 399.443.638 euros, a fin de garantizar que la ratio entre este activo y el importe agregado asignado a los demás BCN que han adoptado el euro sea equivalente a la ratio entre la ponderación del Národná banka Slovenska en la clave del capital del BCE y la ponderación agregada de los demás BCN participantes en dicha clave. La diferencia entre ese activo de contrapartida y el valor de los activos transferidos (véanse las notas 1, «Oro y derechos en oro» y 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro») se consideró como parte de las contribuciones del Národná banka Slovenska —en virtud del artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC— a las reservas y a las provisiones equivalentes a las reservas del BCE existentes a 31 de diciembre de 2008 (véanse las notas 14, «Provisiones» y 15, «Cuentas de revalorización»).

13 OTROS PASIVOS

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 2009 (véase la nota 21, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones a su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véanse «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable y la nota 7, «Otros activos»).

En esta partida se incluyen además las pérdidas de valoración en las operaciones de *swaps* de tipos de interés.

CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

Esta partida está compuesta principalmente por los intereses adendados a los BCN en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 12, «Pasivos intra-Eurosistema»), por importe de 443.0 millones de euros (1.400,4 millones en 2008). También incluye periodificaciones sobre intereses adendados a los BCN en relación con TARGET2, por valor de 259.7 millones de euros (570.8 millones en 2008), periodificaciones sobre instrumentos financieros y otras periodificaciones.

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 «Otros activos»).

DIVERSOS

Esta partida se compone de saldos negativos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2009 (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).

También incluye operaciones de cesión vivas por un importe de 146.6 millones de euros (337.6 millones en 2008), realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE (véase la nota 7, «Otros activos») y el pasivo neto correspondiente a las obligaciones del BCE relativas al fondo de pensiones como se describe a continuación.

PLAN DE JUBILACIÓN DEL BCE Y OTRAS PRESTACIONES POST-EMPLEO

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las obligaciones de pensiones del BCE (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en las notas sobre normativa contable) son las siguientes:

	2009 en millones de euros	2008 en millones de euros
Valor actual de las obligaciones	443,9	317,0
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	(333,2)	(226,7)
Ganancias/(pérdidas) actuariales no reconocidas	(24,0)	7,6
Ganancias/(pérdidas) actuariales no reconocidas	86,7	97,9

El valor actual de estas obligaciones incluye obligaciones no financiadas a través de fondos relacionadas con las pensiones de los miembros del Comité Ejecutivo y con las provisiones para incapacidad de los empleados por valor de 44.9 millones de euros (42,3 millones de euros en 2008).

Las cantidades reflejadas en las Cuentas de pérdidas y ganancias de los ejercicios 2009 y 2008 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:

	2009 en millones de euros	2008 en millones de euros
Coste actual del servicio	24.7	24.7
Interés sobre las obligaciones	14.2	10.7
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	(9.9)	(10.0)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	(0.3)	(1.1)
Total incluido en los «Gastos de personal»	28.7	24.3

De acuerdo con el sistema de la banda del 10% (véase «Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo» en el apartado sobre normativa contable), las ganancias y pérdidas actuariales acumuladas netas no reconocidas que excedan lo que sea más elevado de: a) el 10% del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas, y b) el 10% del valor razonable de los activos afectos al Plan, deben amortizarse durante la vida media activa restante esperada de los trabajadores partícipes en ese Plan.

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas son las siguientes:

	2009 en millones de euros	2008 en millones de euros
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	317.0	285.8
Coste del servicio	24.7	24.7
Coste por intereses	14.2	10.7
Aportaciones de los participantes en el Plan	21.5	17.9
Otras variaciones netas de los pasivos que representan aportaciones de los participantes en el plan	(26.6)	(12.3)
Beneficios pagados	(3.9)	(3.8)
(Ganancias)/Pérdidas actuariales	97.0	(6.0)
Obligaciones por prestación definida: situación final	443.9	317.0

Las variaciones del valor razonable de los activos afectos al Plan son las siguientes:

	2009 en millones de euros	2008 en millones de euros
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	226.7	229.8
Rendimiento previsto	9.9	10.0
(Ganancias)/Pérdidas actuariales	65.7	(32.7)
Aportaciones del empleador	39.7	17.5
Aportaciones de los participantes en el Plan	21.3	17.8
Beneficios pagados	(3.5)	(3.4)
Otras variaciones netas de los activos que representan aportaciones de los participantes en el Plan	(26.6)	(12.3)
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	333.2	226.7

En 2009 las pérdidas actuariales resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas ascendieron a 97,0 millones de euros. En este importe se incluyen los efectos de: a) el descenso del tipo de descuento desde el 5,75% hasta el 5,50% que ha generado un incremento del valor del pasivo; b) un crecimiento mayor de lo esperado del valor de los beneficios garantizados; y c) la inclusión explícita de la obligación derivada de los beneficios de los dependientes. Anteriormente a 2009 se consideraba que el pasivo neto derivado de los beneficios de los dependientes era irrelevante y en consecuencia no se recogía de forma explícita. No obstante, puesto que este pasivo ha crecido, se ha tomado la decisión de incluirlo formalmente en el cálculo de las obligaciones por prestaciones definidas. Igualmente, la inclusión explícita de los activos correspondientes en la valoración actuarial se ha traducido en ganancias actuariales de activos del plan que representan 42,1 millones de euros, del total de ganancias actuariales de 65,7 millones de euros registradas en 2009.

Como resultado de la aplicación de la Garantía de Capital anual a 31 de diciembre de 2008, y teniendo en cuenta las pérdidas de capital registradas en la cuenta de aportación principal de los beneficiarios del plan, el Consejo de Gobierno, actuando de acuerdo con el

asesoramiento de los actuarios y en consonancia con las normas del Plan de Jubilación del BCE, decidió hacer una aportación suplementaria de aproximadamente 19,9 millones de euros procedente de los activos generales del BCE. Esta contribución ha representado un incremento de las contribuciones pagadas en 2009 por el BCE frente a la cifra respectiva correspondiente al 2008.

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 principales supuestos utilizados para el cálculo de las obligaciones derivadas del Plan de jubilación:

	2009 %	2008 %
Tipo de descuento	5.50	5.75
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan	6.50	6.50
Incrementos salariales futuros ¹⁾	2.00	2.00
Incrementos de la pensión futuros	2.00	2.00

1) Asimismo, se contemplan posibles incrementos salariales individuales de entre un 0% y un 2,25% anual, dependiendo de la edad de los miembros del plan.

14 PROVISIONES

Esta partida recoge una provisión para riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, crédito y de precio del oro y otras provisiones, entre las que se incluye la provisión adecuada para cubrir la obligación contractual del BCE de restaurar sus oficinas actuales para devolverlas a su estado original cuando el BCE se traslade a su sede definitiva.

A 31 de diciembre de 2005, teniendo en cuenta la importante exposición del BCE a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés y de precio del oro y el volumen de sus cuentas de revalorización, el Consejo de Gobierno consideró apropiada la constitución de una provisión frente a dichos riesgos. En 2009, tras la creación del programa para la adquisición de bonos garantizados (véase la nota 5, «Valores emitidos en euros por

residentes en la zona del euro»), el Consejo de Gobierno decidió ampliar el ámbito de la provisión por riesgos para incluir en ella el riesgo de crédito. El Consejo de Gobierno utilizará esta provisión en la medida en que lo considere necesario para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas no realizadas no cubiertas por las cuentas de revalorización. El volumen y la necesidad de continuar con esta provisión se revisan con carácter anual, de acuerdo con la valoración del BCE de su exposición a los riesgos mencionados. Esta evaluación tiene en cuenta una serie de factores entre los que se incluye, en particular, el volumen de tenencias de activos con riesgo, la importancia de las exposiciones al riesgo materializadas en el ejercicio financiero actual, los resultados proyectados para el siguiente ejercicio, y una evaluación del riesgo que incluye el cálculo de los valores en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se realiza de manera consistente a lo largo del tiempo¹⁵. Esta provisión, junto con otros importes mantenidos en el fondo general de reserva, no excederá del importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro.

A 31 de diciembre de 2008, el importe de la provisión para la cobertura de estos riesgos ascendía a 4.014.961.580 euros. De conformidad con el artículo 49.2 de los Estatutos del SEBC, el Národná banka Slovenska contribuyó con un importe de 40.290.173 euros a esta provisión con efectos a partir del 1 de enero de 2009. Asimismo, teniendo en cuenta a) el ajuste de las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE (véase la nota 16, «Capital y reservas») y b) la contribución del Národná banka Slovenska, así como los resultados de su evaluación, el Consejo de Gobierno decidió, a 31 de diciembre de 2009, liberar de esta provisión una cantidad de 34.806.031 euros, a fin de cumplir con el límite máximo permitido.

El efecto neto de los movimientos arriba descritos resultó en un incremento del importe de esta provisión hasta la cifra de 4.020.445.722, que coincide también con el valor del capital

15 Véase también el capítulo 2 del Informe Anual.

del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2009.

15 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta partida recoge las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos. A tenor del artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC, Národná banka Slovenska contribuyó a esta cuenta con 113,9 millones de euros, con efectos a partir del 1 de enero de 2009.

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Oro	8.418.303.639	6.449.713.267	1.968.590.372
Divisas	2.070.299.334	3.616.514.710	(1.546.215.376)
Valores y otros instrumentos	426.648.985	1.286.373.348	(859.724.363)
Total	10.915.251.958	11.352.601.325	(437.349.367)

Los tipos de cambio aplicados a la revaluación a final de año fueron:

Tipos de cambio	2009	2008
Dólares estadounidenses por euro	1,4406	1,3917
Yenes por euro	133,16	126,14
Euros por DEG	1,0886	1,1048
Franco suizo por euro	1,4836	1,4850
Coronas danesas por euro	No utilizado	7,4506
Euros por onza de oro fino	766,347	621,542

16 CAPITAL Y RESERVAS

a) CAMBIOS EN LA CLAVE DE CAPITAL DEL BCE

De conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC, las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE se obtienen ponderando, con igual peso, los datos relativos a la participación de los respectivos Estados miembros en la población y en el producto interior bruto de la UE, tal como la Comisión Europea se los notifica al BCE. Las ponderaciones se ajustan cada cinco años¹⁶. El segundo de dichos ajustes desde la creación del BCE se llevó a cabo el 1 de enero de 2009. De acuerdo con la Decisión del Consejo 2003/517/CE, de 15 de julio de 2003, sobre los

datos estadísticos que deben utilizarse para el ajuste de la clave para la suscripción de capital del BCE¹⁷, las claves de los BCN se ajustaron el 1 de enero de 2009 de la siguiente forma:

	Clave de Capital a partir del 1 de enero de 2009 %	Clave de Capital a 31 de diciembre de 2008 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4256	2,4708
Deutsche Bundesbank	18,9373	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1107	0,8885
Banco de Grecia	1,9649	1,8168
Banco de España	8,3040	7,5498
Banque de France	14,2212	14,3875
Banca d'Italia	12,4966	12,5297
Banco Central de Chipre	0,1369	0,1249
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	0,1575
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0632	0,0622
De Nederlandsche Bank	3,9882	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	2,0159
Banco de Portugal	1,7504	1,7137
Banka Slovenije	0,3288	0,3194
Národná banka Slovenska	0,6934	-
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	1,2448
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	69,7915	69,6963
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	0,8686	0,8833
Česká národní banka	1,4472	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,4835	1,5138
Eesti Pank	0,1790	0,1703
Latvijas Banka	0,2837	0,2813
Lietuvos bankas	0,4256	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	1,3141
Narodowy Bank Polski	4,8954	4,8748
Banca Națională a României	2,4645	2,5188
Národná banka Slovenska	-	0,6765
Sveriges Riksbank	2,2582	2,3313
Bank of England	14,5172	13,9337
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	30,2085	30,3037
Total	100,0000	100,0000

¹⁶ Dichas ponderaciones se ajustan también cuando nuevos Estados miembros se incorporan a la UE.

¹⁷ DO L 181, de 19.7.2003, p. 43.

b) CAPITAL DEL BCE

De conformidad con lo dispuesto en la Decisión 2008/608/CE del Consejo, de 8 de julio de 2008, adoptada de acuerdo con lo establecido en el apartado 2 del artículo 122 del Tratado, Eslovaquia adoptó la moneda única el 1 de enero de 2009. A tenor del artículo 49.1 de los Estatutos del SEBC y de lo dispuesto en los actos jurídicos adoptados por el Consejo de Gobierno el 31 de diciembre de 2008,¹⁸ el Národná banka Slovenska desembolsó 37.216.407 euros, que representaban el resto de su capital suscrito del BCE.

El ajuste de las participaciones de los BCN en la clave de capital del BCE junto con la entrada de

Eslovaquia en la zona del euro se ha traducido en un aumento en el capital desembolsado del BCE de 5.100.251 euros, que se muestra en el siguiente cuadro¹⁹:

¹⁸ Decisión BCE/2008/33, de 31 de diciembre de 2008, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Národná banka Slovenska, DO L 21, 24.1.2009, p. 83; Acuerdo, de 31 de diciembre de 2008, entre el Banco Central Europeo y el Národná banka Slovenska relativo al activo acreditado al Národná banka Slovenska por el Banco Central Europeo conforme al artículo 30.3 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, DO C 18, 24.1.2009, p. 3.

¹⁹ Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. Los subtotales que figuran en los cuadros de este apartado pueden no coincidir debido al redondeo.

	Capital suscrito a partir del 1 de enero de 2009	Capital desembolsado a partir del 1 de enero de 2009	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2008	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2008
	€	€	€	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	139.730.385	139.730.385	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.090.912.027	1.090.912.027	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	63.983.566	63.983.566	51.183.397	51.183.397
Banco de Grecia	113.191.059	113.191.059	104.659.533	104.659.533
Banco de España	478.364.576	478.364.576	434.917.735	434.917.735
Banque de France	819.233.899	819.233.899	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	719.885.688	719.885.688	721.792.464	721.792.464
Banco Central de Chipre	7.886.333	7.886.333	7.195.055	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	10.063.860	10.063.860	9.073.028	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	3.640.732	3.640.732	3.583.126	3.583.126
De Nederlandsche Bank	229.746.339	229.746.339	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	111.854.588	111.854.588	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	100.834.460	100.834.460	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	18.941.025	18.941.025	18.399.524	18.399.524
Národná banka Slovenska	39.944.364	39.944.364	-	-
Suomen Pankki – Finlands Bank	72.232.820	72.232.820	71.708.601	71.708.601
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	4.020.445.722	4.020.445.722	4.014.961.580	4.014.961.580
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	50.037.027	3.502.592	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	83.368.162	5.835.771	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	85.459.278	5.982.149	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	10.311.568	721.810	9.810.391	686.727
Latvijas Banka	16.342.971	1.144.008	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.517.337	1.716.214	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	79.819.600	5.587.372	75.700.733	5.299.051
Narodowy Bank Polski	282.006.978	19.740.488	280.820.283	19.657.420

	Capital suscrito a partir del 1 de enero de 2009	Capital desembolsado a partir del 1 de enero de 2009	Capital suscrito a 31 de diciembre de 2008	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2008
	€	€	€	€
Banca Națională a României	141.971.278	9.937.989	145.099.313	10.156.952
Národná banka Slovenska	-	-	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	130.087.053	9.106.094	134.298.089	9.400.866
Bank of England	836.285.431	58.539.980	802.672.024	56.187.042
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	1.740.206.681	121.814.468	1.745.690.822	122.198.358
Total	5.760.652.403	4.142.260.189	5.760.652.403	4.137.159.938

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 7% del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Los desembolsos por este concepto ascendieron a un total de 121.814.468 euros al final del ejercicio 2009. Los BCN no pertenecientes a la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

17 ACONTECIMIENTOS POSTERIORES AL CIERRE DEL BALANCE

OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES Y EN FRANCO SUIZOS

El Consejo de Gobierno decidió que, a partir del 31 de enero de 2010, dejaría de realizar a) las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses, en vista de las mejoras observadas en el funcionamiento de los mercados financieros durante el último año; y b) las operaciones de inyección de liquidez en francos suizos, en vista de la menor demanda y de la mejora observada en las condiciones existentes en los mercados de financiación. En consecuencia, no había saldos vivos poco después de esta fecha (véanse la nota 2, «Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro», la nota 10 «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro» y la nota 21 «Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas»).

Estas decisiones referidas a las operaciones en dólares estadounidenses y en francos suizos se adoptaron de común acuerdo con otros bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza, respectivamente.

POSICIONES REGISTRADAS FUERA DEL BALANCE

18 PROGRAMA DE PRÉSTAMO AUTOMÁTICO DE VALORES

Como parte de la gestión de sus fondos propios, el BCE ha llegado a un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza transacciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas por el BCE como contrapartes autorizadas. En el marco de este acuerdo, a 31 de diciembre de 2009, estaban vivas operaciones temporales por un valor de 2,1 mm de euros, frente a 1,2 mm de euros en 2008 (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable).

19 FUTUROS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

Los futuros sobre tipos de interés se utilizan en la gestión de las reservas exteriores y los fondos propios del BCE. A 31 de diciembre de 2009 estaban vivas las siguientes transacciones:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	2009 Valor contractual €	2008 Valor contractual €	Diferencia €
Compras	541.523.368	2.041.082.857	(1.499.559.489)
Ventas	2.706.847.703	1.209.470.518	1.497.377.185

Futuros sobre tipos de interés en euros	2009 Valor contractual €	2008 Valor contractual €	Diferencia €
Compras	25.000.000	50.000.000	(25.000.000)
Ventas	379.000.000	33.000.000	346.000.000

20 SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

A 31 de diciembre de 2009 existían operaciones de *swaps* de tipos de interés no vencidas por un valor contractual de 724,4 millones de euros (459,3 millones de euros en 2008). 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 el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE, a 31 de diciembre de 2009, estaban vivos los siguientes *swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»):

<i>Swaps</i> de divisas y operaciones a plazo en divisas	2009 €	2008 €	Diferencia €
Activos	1.017.926.290	358.050.555	659.875.735
Pasivos	1.008.562.032	404.319.418	604.242.614

OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

A 31 de diciembre de 2009, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con la Reserva Federal, originados en relación con el importe de la liquidez suministrada en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 10, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

Asimismo, a 31 de diciembre de 2009, seguían vivos los activos a plazo con BCN y los pasivos a plazo con el Banco Nacional de Suiza, originados en relación con la provisión de liquidez en francos suizos facilitada a las

entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 10, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

22 GESTIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENDEUDAMIENTO Y DE PRÉSTAMO

De conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 123 del Tratado, en su versión vigente hasta el 1 de diciembre de 2009, en el artículo 21.2 de los Estatutos del SEBC y en el artículo 9 del Reglamento (CE) nº 332/2002 del Consejo, de 18 de febrero de 2002, en su versión modificada por el Reglamento (CE) nº 431/2009 del Consejo, de 18 de mayo de 2009, el BCE sigue siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamos 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 2009 estaban vivos préstamos por valor de 9,2 mm de euros concedidos por la UE a Hungría, Letonia y Rumanía.

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), alegando que, en la fabricación de los billetes en euros, el BCE ha infringido una patente de DSSI²⁰. El TPI desestimó la reclamación por daños y perjuicios interpuesta contra el BCE²¹. El BCE ha iniciado acciones judiciales para revocar esta patente en diversas jurisdicciones y 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.

²⁰ Patente europea nº 0455 750 B1 de DSSI.

²¹ Auto del Tribunal de Primera Instancia de 5 de septiembre de 2007, asunto T-295/05. Disponible en www.curia.eu.

Como consecuencia de la decisión del TPI de desestimar la reclamación por daños y perjuicios interpuesta por DSSI contra el BCE y del resultado favorable de los procesos interpuestos hasta la fecha por el BCE en distintas jurisdicciones nacionales solicitando la revocación de porciones nacionales de la patente de DSSI, el BCE estima que la posibilidad de tener que pagar a DSSI es muy remota. El BCE sigue muy de cerca el desarrollo de los procesos.

NOTAS A LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

24 INGRESOS NETOS POR INTERESES

INGRESOS POR INTERESES DE ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos exteriores de reserva netos del BCE, de la siguiente forma:

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	1.333.874	10.303.881	(8.970.007)
Ingresos por intereses de depósitos en el mercado monetario	17.682.787	109.653.055	(91.970.268)
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	1.524.055	42.404.485	(40.880.430)
Ingresos por intereses de valores	663.881.906	885.725.044	(221.843.138)
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	7.374.057	2.299.631	5.074.426
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	9.519.685	15.575.487	(6.055.802)
Ingresos totales por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	701.316.364	1.065.961.583	(364.645.219)
Gastos por intereses de cuentas corrientes	(219.800)	(45.896)	(173.904)
Gastos netos por intereses de las cesiones temporales	(880.287)	(29.492.415)	28.612.128
Ingresos netos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera	700.216.277	1.036.423.272	(336.206.995)

Los ingresos y gastos por intereses relacionados con las operaciones de inyección de liquidez con dólares estadounidenses y en francos suizos, que se consignaban anteriormente en esta partida, se han trasladado a las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses» (véase «Reclasificaciones» en el apartado sobre normativa contable).

INGRESOS POR INTERESES DERIVADOS DE LA ASIGNACIÓN DE LOS BILLETES EN EUROS DENTRO DEL EUROSISTEMA

Este apartado recoge los intereses devengados por la cuota que corresponde al BCE del total de billetes en euros emitidos. Los intereses sobre estos activos del BCE relativos a su cuota de participación en los billetes se calculan aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. El descenso de los ingresos en 2009 refleja principalmente el hecho de que, en promedio, los tipos de las operaciones principales de financiación fueron más bajos que en 2008.

Estos ingresos se distribuyen a los BCN tal como se señala en «Billetes en circulación», en el apartado de normativa contable. Sobre la base del resultado financiero estimado del BCE en el ejercicio 2009, el Consejo de Gobierno decidió distribuir íntegramente la cantidad correspondiente a estos ingresos a los BCN de la zona del euro, en proporción a sus respectivas participaciones en el capital del BCE.

REMUNERACIÓN DE LOS ACTIVOS DE CONTRAPARTIDA DE LAS RESERVAS TRANSFERIDAS POR LOS BCN

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC figura en este apartado.

OTROS INGRESOS POR INTERESES Y OTROS GASTOS POR INTERESES

Estas rúbricas comprenden ingresos por intereses por valor de 4,0 mm de euros (8,0 mm de euros en 2008) y gastos por valor de 3,7 mm de euros (7,6 mm de euros en 2008) por intereses derivados de saldos procedentes de operaciones TARGET2 (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado

sobre normativa contable). En estas partidas también se consignan ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos denominados en euros, así como ingresos por intereses y gastos por intereses derivados de operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos (véase la sección «Reclasificaciones» en el apartado sobre normativa contable).

25 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Las ganancias/(pérdidas) netas realizadas procedentes de operaciones financieras en 2009 fueron las siguientes:

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Ganancias/ (Pérdidas) netas realizadas por precio de los valores, futuros sobre tipos de interés y <i>swaps</i> de tipos de interés	563.594.643	349.179.481	214.415.162
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	539.002.475	313.162.603	225.839.872
Ganancias realizadas procedentes de operaciones financieras	1.102.597.118	662.342.084	440.255.034

El incremento total de las ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro en 2009 se debió principalmente al significativo aumento del precio del oro en 2009, y al mayor volumen de oro vendido durante ese año (véase la nota 1. «Oro y derechos en oro»).

26 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(34.163.743)	(2.164.000)	(31.999.743)
Pérdidas no realizadas por precio de los <i>swaps</i> de tipos de interés	(3.774.314)	(476.831)	(3.297.483)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(1.592)	(21.271)	19.679
Total	(37.939.649)	(2.662.102)	(35.277.547)

En 2009, este gasto se debió principalmente a las minusvalías experimentadas por determinados valores con respecto a su precio de adquisición, que figura en el balance a su precio de mercado a 30 de diciembre de 2009.

27 GASTOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES

	2009 €	2008 €	Diferencia €
Ingresos por honorarios y comisiones	679.416	588.052	91.364
Gastos por honorarios y comisiones	(695.426)	(737.059)	41.633
Gastos netos por honorarios y comisiones	(16.010)	(149.007)	132.997

En 2009, 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 del BCE (véase la nota 7, «Otros activos») figuran en este apartado.

29 OTROS INGRESOS

En 2009, otros ingresos diversos obtenidos durante el ejercicio recogidos en este apartado proceden principalmente de las aportaciones de otros bancos centrales al coste de un contrato de servicios suscrito por el BCE, en nombre del SEBC, con un proveedor externo de una red informática.

30 GASTOS DE PERSONAL

Esta partida incluye salarios, otros gastos sociales, primas de seguros y gastos diversos para los empleados por importe de 158,6 millones de euros (149,9 millones en 2008). Esta partida también incluye el importe de 28,7 millones de euros (24,3 millones de euros en 2008) correspondiente al Plan de jubilación del BCE y otras prestaciones post-empleo (véase la nota 13. «Otros pasivos»). Los gastos de personal por un importe de 1,2 millones de euros (1,1 millones en 2008) 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 accidente. 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 el 2009 y el 2008 fueron:

	2009 €	2008 €
Jean-Claude Trichet (Presidente)	360.612	351.816
Lucas D. Papademos (Vicepresidente)	309.096	301.548
Gertrude Tumpel-Gugerell (Miembro del Comité Ejecutivo)	257.568	251.280
José Manuel González-Páramo (Miembro del Comité Ejecutivo)	257.568	251.280
Lorenzo Bini Smaghi (Miembro del Comité Ejecutivo)	257.568	251.280
Jürgen Stark (Miembro del Comité Ejecutivo)	257.568	251.280
Total	1.699.980	1.658.484

Las prestaciones sociales abonadas a los miembros del Comité Ejecutivo y los beneficios procedentes de las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente ascendieron a un total de 614.879 euros (600.523 euros en 2008), lo que resulta en unos emolumentos totales de 2.314.859 euros (2.259.007 euros en 2008).

Cuando los miembros del Comité Ejecutivo cesan en sus cargos reciben pagos transitorios durante un período. En 2009 no se hicieron pagos por este concepto puesto que ningún antiguo miembro del Comité Ejecutivo recibió tales beneficios (30.748 euros en 2008, incluyendo las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidente). 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 348.410 euros (306.798 en 2008).

A finales del 2009, el BCE tenía el equivalente a 1.563 empleados a tiempo completo²² de los que 150 ocupaban cargos directivos. La variación a lo largo del 2009 fue como sigue:

	2009	2008
A 1 de enero	1.536	1.478
Nuevos empleados/cambio de la naturaleza del contrato	320	307
Bajas/Finalización de contrato	283	238
Disminución neta debida a cambios de los patrones de trabajo a tiempo parcial	10	11
A 31 de diciembre	1.563	1.536
Cifra media de empleados	1.530	1.499

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 los BCN. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

²² No se incluyen los empleados con permiso sin sueldo. En esta cifra se incluyen los empleados con contrato permanente, de duración determinada o de corto plazo y los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluyen los empleados en baja de maternidad o en baja médica de larga duración

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Olaf-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olaf-Palme-Straße 35
60439 Frankfurt am Main
Postfach 50 03 64
60393 Frankfurt am Main
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0
Fax +49 69 9585-1000

24 February 2010

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 2009, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control

relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2009, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 24 February 2010

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Jens Rönneberg
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

24 de febrero de 2010

Informe del auditor externo

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2009, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2009 y un resumen de la normativa contable relevante y de otras notas explicativas.

La responsabilidad del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo respecto a las cuentas anuales

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y presentación imparcial de estas cuentas anuales con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno y recogidos en la Decisión BCE/2006/17 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo, con sus modificaciones. Dicha responsabilidad incluye: la creación, la aplicación y el mantenimiento del control interno relativo a la preparación y la presentación imparcial de cuentas anuales que no contengan errores sustanciales, debidos a fraude o error; la selección y la aplicación de normas contables apropiadas; y la elaboración de estimaciones contables adecuadas a las circunstancias.

La responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estas cuentas anuales basada en nuestra auditoría, que hemos realizado de acuerdo con normas internacionales de auditoría. Conforme a dichas normas, hemos de aplicar criterios éticos y planificar y realizar la auditoría para obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de errores sustanciales en las cuentas anuales.

Una auditoría incluye la aplicación de procedimientos con el fin de obtener evidencia de auditoría relativa a los importes e información contenidos en las cuentas. Los procedimientos elegidos, entre ellos, la valoración de los riesgos de existencia de errores sustanciales en las cuentas, debidos a fraude o error, dependen del criterio del auditor. Para dicha evaluación, el auditor toma en consideración el control interno de la preparación y la presentación imparcial de las cuentas anuales, a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con el objetivo de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la idoneidad de las normas contables utilizadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables realizadas por la dirección, además de la evaluación de la presentación general de las cuentas anuales.

Consideramos que los datos que hemos obtenido son suficientes y apropiados para constituir el fundamento de nuestra opinión.

Opinión

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2009 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2009, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en la Decisión BCE/2006/17 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo, con sus modificaciones.

Fráncfort del Meno, 24 de febrero de 2010

PricewaterhouseCoopers
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Jens Rönneberg
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton
Wirtschaftsprüfer

NOTA SOBRE LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/ ASIGNACIÓN DE PÉRDIDAS

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE de 2009.

INGRESOS RELACIONADOS CON LA PARTICIPACIÓN DEL BCE EN EL TOTAL DE BILLETES EN CIRCULACIÓN

Respecto a 2008, conforme a una decisión del Consejo de Gobierno, la cantidad de 1.206 millones de euros, que comprende una parte de los ingresos obtenidos por la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación, se distribuyó a los BCN el 5 de enero de 2009. Por lo que se refiere a 2009, el total de los ingresos generados por la cuota de los billetes en euros en circulación que le corresponde al BCE, que ascendió a 787 millones de euros, fue distribuido a los BCN el 5 de enero de 2010. En ambos casos la distribución a los BCN se llevó a cabo proporcionalmente a sus acciones desembolsadas en el capital suscrito del BCE.

DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS/COBERTURA DE PÉRDIDAS

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- (a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20% de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100% del capital; y
- (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente, en proporción a y hasta los importes asignados a los BCN con arreglo a lo

establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC¹.

Al igual que en el ejercicio 2008, el 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno decidió no realizar ninguna transferencia al fondo de reserva general y distribuir la cantidad restante de los beneficios de 2009, que ascendía a 1.466 millones de euros, a los BCN de la zona del euro en proporción al capital desembolsado por cada uno de ellos.

Los BCN que no forman parte de la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

	2009 €	2008 €
Beneficio del ejercicio	2.253.186.104	1.322.253.536
Ingresos distribuidos a los BCN procedentes de la emisión de billetes por el BCE	(787.157.441)	(1.205.675.418)
Beneficio del ejercicio tras la distribución de los ingresos procedentes de la emisión de billetes por el BCE	1.466.028.663	116.578.118
Distribución de beneficios a los BCN	(1.466.028.663)	(116.578.118)
Total	0	0

¹ El artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC establece que la suma de los ingresos monetarios de los BCN se asignará a estos últimos proporcionalmente a sus acciones desembolsadas del BCE.

6 BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA A 31 DE DICIEMBRE DE 2009

(MILLONES DE EUROS)

ACTIVO	31 DE DICIEMBRE DE 2009 ¹	31 DE DICIEMBRE DE 2008
1 Oro y derechos en oro	266.919	217.722
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	195.479	160.372
2.1 Activos frente al FMI	62.799	13.192
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	132.680	147.180
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	32.151	234.293
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.193	18.651
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	15.193	18.651
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	749.890	860.312
5.1 Operaciones principales de financiación	79.277	239.527
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	669.297	616.662
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	1.289	4.057
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	27	66
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	26.282	56.988
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	328.652	271.196
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria	28.782	0
7.2 Otros valores	299.870	271.196
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.171	37.438
9 Otros activos	252.288	218.134
Total activo	1.903.024	2.075.107

Los totales o subtotaes pueden no coincidir debido al redondeo.

¹ Las cifras consolidadas a 31 de diciembre de 2009 también incluyen el Národná banka Slovenska, que es miembro del Eurosistema desde el 1 de enero de 2009.

PASIVO	31 DE DICIEMBRE 2009	31 DE DICIEMBRE 2008
1 Billetes en circulación	806.522	762.921
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	395.614	492.310
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	233.490	291.710
2.2 Facilidad de depósito	162.117	200.487
2.3 Depósitos a plazo	0	0
2.4 Operaciones temporales de ajuste	0	0
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	6	113
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	340	328
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	129.730	91.077
5.1 Administraciones Públicas	120.495	83.282
5.2 Otros pasivos	9.235	7.794
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	46.769	293.592
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	4.032	5.723
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.616	10.258
8.1 Depósitos y otros pasivos	9.616	10.258
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	51.249	5.465
10 Otros pasivos	164.082	166.500
11 Cuentas de revalorización	220.101	175.735
12 Capital y reservas	74.969	71.200
Total pasivo	1.903.024	2.075.107

ANEXOS

INSTRUMENTOS JURÍDICOS ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE en el año 2009 y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea. En la Oficina de Publicaciones de la Unión Europea pueden obtenerse ejemplares del

Diario Oficial. En la sección «marco jurídico» de la dirección del BCE en Internet pueden consultarse todos los instrumentos jurídicos adoptados por el BCE desde su creación y publicados en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Número	Título	Publicación
BCE/2009/1	Orientación del Banco Central Europeo, de 20 de enero de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 36, 5.2.2009, p. 59
BCE/2009/2	Decisión del Banco Central Europeo, de 27 de enero de 2009, que modifica la Decisión BCE/2007/5 por la que se establece su Reglamento de adquisiciones	DO L 51, 24.2.2009, p. 10
BCE/2009/3	Recomendación del Banco Central Europeo, de 16 de febrero de 2009, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Deutsche Bundesbank	DO C 43, 21.2.2009, p. 1
BCE/2009/4	Decisión del Banco Central Europeo, de 6 de marzo de 2009, acerca de las exenciones que pueden concederse en virtud del Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión	DO L 72, 18.3.2009, p. 21
BCE/2009/5	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de marzo de 2009, que modifica la Decisión BCE/2004/2 por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo	DO L 100, 18.4.2009, p. 10
BCE/2009/6	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de marzo de 2009, sobre la creación del Consejo del Programa TARGET2-Securities	DO L 102, 22.4.2009, p. 12
BCE/2009/7	Reglamento del Banco Central Europeo, de 31 de marzo de 2009, por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18 sobre las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras	DO L 94, 8.4.2009, p. 75
BCE/2009/8	Recomendación del Banco Central Europeo, de 3 de abril de 2009, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del De Nederlandsche Bank	DO C 93, 22.4.2009, p. 1
BCE/2009/9	Orientación del Banco Central Europeo, de 7 de mayo de 2009, 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 123, 19.5.2009, p. 94

Número	Título	Publicación
BCE/2009/10	Orientación del Banco Central Europeo, de 7 de mayo de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	DO L 123, 19.5.2009, p. 99
BCE/2009/11	Orientación del Banco Central Europeo, de 28 de mayo de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/4 sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales	DO L 139, 5.6.2009, p. 34
BCE/2009/12	Recomendación del Banco Central Europeo, de 5 de junio de 2009, al Consejo de la Unión Europea, sobre el auditor externo del Banka Slovenije	DO C 132, 11.6.2009, p. 1
BCE/2009/13	Decisión del Banco Central Europeo, de 9 de junio de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7 relativa a las condiciones de TARGET2-ECB	DO L 151, 16.6.2009, p. 39
BCE/2009/14	Recomendación del Banco Central Europeo, de 25 de junio de 2009, al Consejo de la Unión Europea sobre el auditor externo del Národná banka Slovenska	OJ C 149, 1.7.2009, p. 1
BCE/2009/15	Decisión del Banco Central Europeo, de 25 de junio de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2008/20 en cuanto al volumen de monedas en euros que Austria puede emitir en 2009	DO L 172, 2.7.2009, p. 35
BCE/2009/16	Decisión del Banco Central Europeo, de 2 de julio de 2009, sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo <i>Pfandbrief</i> (bonos garantizados)	DO L 175, 4.7.2009, p. 18
BCE/2009/17	Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de junio de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2003/14 relativa a la gestión de las operaciones de empréstito y préstamo concluidas por la Comunidad Europea con arreglo al mecanismo de ayuda financiera a medio plazo	DO L 190, 22.7.2009, p. 11
BCE/2009/18	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de julio de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/16 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 202, 4.8.2009, p. 65
BCE/2009/19	Decisión del Banco Central Europeo, de 17 de julio de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2006/17 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 202, 4.8.2009, p. 54

Número	Título	Publicación
BCE/2009/20	Orientación del Banco Central Europeo, de 31 de julio de 2009, sobre las estadísticas de las finanzas públicas (refundición)	DO L 228, 1.9.2009, p. 25
BCE/2009/21	Orientación del Banco Central Europeo, de 17 de septiembre de 2009, 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 260, 3.10.2009, p. 31
BCE/2009/22	Decisión del Banco Central Europeo, de 6 de octubre de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2007/7 relativa a las condiciones de TARGET2-ECB	DO L 274, 20.10.2009, p. 38
BCE/2009/23	Orientación del Banco Central Europeo, de 4 de diciembre de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2007/9 sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros	DO L 16, 21.1.2010, p. 6
BCE/2009/24	Orientación del Banco Central Europeo, de 10 de diciembre de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2008/18 sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía	DO L 330, 16.12.2009, p. 95
BCE/2009/25	Decisión del Banco Central Europeo, de 10 de diciembre de 2009, sobre la aprobación del volumen de emisión de moneda metálica en 2010	DO L 7, 12.1.2010, p. 21
BCE/2009/26	Recomendación del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2009, al Consejo de la Unión Europea, sobre el auditor externo del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	DO C 308, 18.12.2009, p. 1
BCE/2009/27	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2001/16 sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes a partir del ejercicio de 2002	DO L 339 22.12.2009, p. 55
BCE/2009/28	Orientación del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2009, por la que se modifica la Orientación BCE/2006/16 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	DO L 348, 29.12.2009, p. 75
BCE/2009/29	Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de diciembre de 2009, por la que se modifica la Decisión BCE/2006/17 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo	DO L 348, 29.12.2009, p. 57

DICTÁMENES ADOPTADOS POR EL BCE

En el cuadro siguiente figuran los dictámenes emitidos por el BCE en el año 2009 y principios de 2010 de conformidad con el apartado 4 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (ahora apartado 4 del artículo 127 del Tratado)¹ y el artículo 4 de los Estatutos del SEBC. En la dirección del BCE en

Internet pueden consultarse todos los dictámenes emitidos por el BCE desde su creación.

¹ El apartado 4 del artículo 105 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea constituye la base jurídica de los dictámenes adoptados hasta el 30 de noviembre de 2009, y el apartado 4 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea lo es de los dictámenes adoptados a partir del 1 de diciembre de 2009.

(a) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de las instituciones europeas¹

Número ²	Origen	Materia	Publicación
CON/2009/1	Consejo de la UE	Nuevo reglamento sobre pagos transfronterizos en la Comunidad	DO C 21, 28.1.2009, p. 1
CON/2009/14	Comisión de la UE	Normas de tratamiento de los productos de temporada en el Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC)	DO C 58, 12.3.2009, p. 1
CON/2009/17	Consejo de la UE	Modificación de la Directiva bancaria y de la Directiva sobre la adecuación del capital en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis	DO C 93, 22.4.2009, p. 3
CON/2009/37	Consejo de la UE	Reforma del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo a las balanzas de pagos de los Estados miembros	DO C 106, 8.5.2009, p. 1
CON/2009/38	Consejo de la UE	Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia	DO C 115, 20.5.2009, p. 1
CON/2009/76	Consejo de la UE	Propuesta de reglamento del Consejo relativo a la introducción del euro (versión codificada)	DO C 246, 14.10.2009, p. 1
CON/2009/81	Consejo de la UE	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2004/39/CE y 2009/.../CE	DO C 272, 13.11.2009, p. 1

¹ También se encuentran publicados en la dirección del BCE en Internet.

² Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adopta el dictamen correspondiente.

Número ²	Origen	Materia	Publicación
CON/2009/88	Consejo de la UE	Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a la supervisión macroprudencial comunitaria del sistema financiero y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico y propuesta de decisión del Consejo por la que se confía al BCE una serie de cometidos específicos en relación con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico	DO C 270, 11.11.2009, p. 1
CON/2009/91	Consejo de la UE	Recomendaciones de decisiones del Consejo sobre la posición que ha de adoptar la Comunidad Europea en relación con la renegociación del convenio monetario con el Estado de la Ciudad del Vaticano y sobre la posición que ha de adoptar la Comunidad Europea en relación con la renegociación del convenio monetario con la República de San Marino	DO C 284, 25.11.2009, p. 1
CON/2009/94	Consejo de la UE	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la sujeción a supervisión de las políticas remunerativas	DO C 291, 12.11.2009, p. 1,
CON/2009/95	Consejo de la UE	Propuesta de reglamento del Consejo relativo a la autenticación de las monedas de euros y el tratamiento de las monedas de euros no aptas para la circulación	DO C 284, 25.11.2009, p. 6
CON/2010/5	Consejo de la UE	Tres propuestas de reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo por los que se crean, respectivamente, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados	DO C 13, 20.1.2010, p. 1
CON/2010/6	Consejo de la UE	Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2004/109/CE	DO C 19, 26.1.2010, p. 1

(b) Dictámenes emitidos por el BCE tras consultas de los Estados miembros³

Número ⁴	Origen	Materia
CON/2009/2	Letonia	Otorgamiento de avales del Estado para préstamos bancarios
CON/2009/3	Eslovenia	Condiciones de las inversiones de capital del Estado y de los <i>swaps</i> deuda-capital con arreglo a la Ley de finanzas públicas
CON/2009/4	Bélgica	Modificación de las normas que rigen la distribución de los ingresos del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y la asignación de sus beneficios al Estado belga
CON/2009/5	Austria	Pago por el Oesterreichische Nationalbank del incremento propuesto de la cuota del FMI para Austria
CON/2009/6	Dinamarca	Prolongación del plan de estabilidad financiera que garantiza la plena protección de los derechos de depositantes y acreedores ordinarios y plan de inyección de capital estatal a las entidades de crédito
CON/2009/7	Luxemburgo	Funciones de la Banque centrale du Luxembourg en cuanto a la elaboración de determinadas estadísticas
CON/2009/8	Suecia	Moneda de menor denominación, que deja de ser de curso legal, y modificación de las normas de redondeo
CON/2009/9	Hungría	Cláusulas y normas de funcionamiento de la central depositaria de valores, la cámara de compensación y la entidad de contrapartida central
CON/2009/10	Letonia	Sistema de garantía de depósitos y funciones de la autoridad supervisora en los procedimientos de insolvencia
CON/2009/11	Letonia	Compensación que debe pagar el Estado en caso de absorber un banco
CON/2009/12	Chipre	Condiciones para otorgar préstamos y avales del Estado en situaciones de emergencia
CON/2009/13	Bulgaria	Otros criterios de elegibilidad de los miembros del Consejo de Gobierno del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) y otras normas de presentación de información al respecto
CON/2009/15	Irlanda	Medidas de apoyo financiero relacionadas con la retribución de los funcionarios públicos

3 En diciembre del 2004, el Consejo de Gobierno decidió que los dictámenes del BCE emitidos a solicitud de las autoridades nacionales se publiquen, por norma, inmediatamente después de su adopción y posterior transmisión a la administración que efectuó la consulta.

4 Las consultas se enumeran por el orden en que el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el dictamen correspondiente.

Número ⁴	Origen	Materia
CON/2009/16	Irlanda	Disposiciones legislativas que facultan al ministro de Hacienda para ordenar al Fondo nacional de reserva de pensiones que invierta en instituciones financieras en el marco de la recapitalización de bancos
CON/2009/18	Estonia	Medidas estabilizadoras del sistema financiero
CON/2009/19	Polonia	Recapitalización y adquisición por el Estado de ciertas instituciones financieras
CON/2009/20	Chipre	Ampliación de los sistemas de garantía de depósitos
CON/2009/21	Chipre	Bolsa y central depositaria y registro central de valores
CON/2009/22	Polonia	Reforma del marco jurídico del banco estatal, el Bank Gospodarstwa Krajowego, por la que se intensifica su participación en los programas estatales
CON/2009/23	Italia	Gestión de la cuenta de disponibilidad del Tesoro mantenida con la Banca d'Italia
CON/2009/24	Alemania	Ulteriores medidas estabilizadoras del mercado financiero
CON/2009/25	Bélgica	Modificación de las garantías estatales para evitar flujos de salida de liquidez
CON/2009/26	Lituania	Modificación del régimen de asignación de los beneficios del Lietuvos bankas en el contexto de la crisis financiera
CON/2009/27	Eslovenia	Servicios y sistemas de pago
CON/2009/28	Hungría	Normas de procedimiento para otorgar avales del Estado a fin de mantener la estabilidad financiera
CON/2009/29	Bélgica	Ampliación del alcance de las medidas que cabe adoptar en situación de crisis financiera
CON/2009/30	Suecia	Otorgamiento de avales del Estado a bancos y otras entidades
CON/2009/31	Letonia	Modificación de la Ley del sistema de garantía de depósitos en cuanto a cobertura y pagos
CON/2009/32	Lituania	Nuevas medidas de refuerzo de la estabilidad financiera
CON/2009/33	Italia	Aumento de la cuota de Italia en el FMI
CON/2009/34	República Checa	Ciertas modificaciones de la Ley bancaria relacionadas con la crisis de los mercados financieros

Número⁴	Origen	Materia
CON/2009/35	España	Pago por el Banco de España del aumento propuesto de la cuota de España en el FMI
CON/2009/36	Chipre	Servicios y sistemas de pago
CON/2009/39	Grecia	Medidas destinadas a aumentar la liquidez en la economía
CON/2009/40	Lituania	Supervisión de las entidades de pago por el Lietuvos bankas
CON/2009/41	Portugal	Pago por el Banco de Portugal del aumento de la cuota de Portugal en el FMI
CON/2009/42	Rumanía	Organización y funcionamiento de las estadísticas oficiales en Rumanía
CON/2009/43	Rumanía	Liberalización de los servicios de corresponsalia para pagos en la moneda nacional y obligaciones de información estadística pertinentes
CON/2009/44	Hungría	Adaptación del marco jurídico del Magyar Nemzeti Bank a nuevas normas administrativas
CON/2009/45	Alemania	Relaciones jurídicas entre el Deutsche Bundesbank y su personal
CON/2009/46	Luxemburgo	Ampliación de la función de vigilancia de la Banque Centrale du Luxembourg por un proyecto de ley de servicios de pago, entidades de dinero electrónico y firmeza de la liquidación en los sistemas de pago y de liquidación de valores
CON/2009/47	Letonia	Medidas referentes a las retribuciones en el sector público y su relación con la independencia del banco central
CON/2009/48	Rumanía	Refuerzo de las facultades de la Banca Națională a României para adoptar medidas correctoras respecto de entidades de crédito en dificultades
CON/2009/49	Eslovaquia	Medidas para mitigar la crisis financiera
CON/2009/50	Alemania	Nuevas medidas de refuerzo de la supervisión financiera
CON/2009/51	Rumanía	Medidas para mejorar la eficacia del sistema de garantía de depósitos
CON/2009/52	República Checa	Circulación de billetes y monedas
CON/2009/53	Letonia	Distribución de los beneficios del Latvijas Banka

Número ⁴	Origen	Materia
CON/2009/54	Alemania	Nuevas medidas estabilizadoras del mercado financiero
CON/2009/55	Polonia	Modificación de las normas que rigen la central depositaria de valores
CON/2009/56	Irlanda	Modificaciones de las medidas de apoyo financiero a entidades de crédito
CON/2009/57	Chipre	Regulación del arrendamiento financiero y las actividades de las sociedades de arrendamiento financiero
CON/2009/58	Suecia	Plan estatal de recapitalización
CON/2009/59	Italia	Tributación de las reservas de oro de la Banca d'Italia
CON/2009/60	Polonia	Régimen jurídico de las cooperativas de crédito
CON/2009/61	Lituania	Procedimiento de modificación del tipo de cambio oficial de la litas
CON/2009/62	España	Reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito
CON/2009/63	Italia	Proyecto de disposición legal modificado sobre la tributación de las reservas de oro de la Banca d'Italia
CON/2009/64	Eslovenia	Acceso público a la información acerca del patrimonio de los altos cargos y cargos electos
CON/2009/65	Letonia	Fortalecimiento de las técnicas de rescate bancario
CON/2009/66	Finlandia	Reforma del marco jurídico de las operaciones de compensación
CON/2009/67	Polonia	Ampliación de las facultades del Narodowy Bank Polski para negociar con valores
CON/2009/68	Irlanda	Creación del Organismo Nacional de Gestión de Activos
CON/2009/69	Italia	Remuneración de la cuenta de disponibilidad del Tesoro mantenida con la Banca d'Italia
CON/2009/70	España	Disposiciones sobre prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo relativas al Banco de España
CON/2009/71	República Checa	Funciones supervisoras del Česká národní banka respecto del crédito al consumo
CON/2009/72	Rumanía	Servicios de pago

Número ⁴	Origen	Materia
CON/2009/73	Bélgica	Ampliación del aval estatal del pasivo de las entidades de crédito
CON/2009/74	Francia	Procedimiento de nombramiento del gobernador de la Banque de France
CON/2009/75	Eslovaquia	Servicios de pago
CON/2009/77	Lituania	Auditoría pública del Lietuvos bankas
CON/2009/78	Chipre	Emisión de deuda pública especial para entidades de crédito
CON/2009/79	Suecia	Prórroga del otorgamiento de avales del Estado a bancos y otras entidades
CON/2009/80	Países Bajos	Participación del De Nederlandsche Bank en el sistema monetario de Bonaire, San Eustaquio y Saba
CON/2009/82	Polonia	Prórroga de las medidas de apoyo del Tesoro Público a las instituciones
CON/2009/83	Lituania	Distribución de los beneficios del Lietuvos bankas
CON/2009/84	Países Bajos	Supervisión de los servicios de compensación y liquidación por el De Nederlandsche Bank
CON/2009/85	Eslovaquia	Independencia del Národná banka Slovenska
CON/2009/86	Austria	Medidas encaminadas a mejorar la liquidez y la competitividad de las entidades de crédito
CON/2009/87	Hungría	Prórroga del plazo para canjear determinados billetes de banco
CON/2009/89	Irlanda	Composición del Comité del Central Bank and Financial Services Authority of Ireland y de la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros de Irlanda
CON/2009/90	Bélgica	Prelación del derecho de retención del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2009/92	Irlanda	Ampliación del aval del Estado irlandés a ciertos pasivos de entidades de crédito
CON/2009/93	Lituania	Condiciones y procedimientos de aplicación de las medidas de refuerzo de la estabilidad financiera
CON/2009/96	España	Ejecución de las garantías constituidas a favor del Banco de España, otros bancos centrales nacionales de los Estados miembros o el BCE en el ejercicio de sus funciones

Número ⁴	Origen	Materia
CON/2009/97	Alemania	Obligaciones de información en materia de comercio exterior
CON/2009/98	Hungría	Cláusulas generales y requisitos operativos y técnicos de los proveedores de servicios de compensación del sistema de pagos de Hungría
CON/2009/99	Austria	Prórroga del otorgamiento de avales estatales de Austria al mercado interbancario
CON/2009/100	Eslovenia	Competencias del Banka Slovenije respecto de la condición de Eslovenia como miembro del FMI
CON/2010/1	Hungría	Reproducción de billetes y monedas de euro y forint
CON/2010/2	Estonia	Nuevo régimen jurídico de la elaboración de las estadísticas nacionales
CON/2010/3	Francia	Ciertas medidas de regulación bancaria y financiera
CON/2010/4	Francia	La fusión de las autoridades encargadas de autorizar y supervisar la actividad de banca y seguros
CON/2010/7	Bélgica	Medidas de recuperación aplicables a las empresas del sector bancario y financiero, supervisión del sector financiero y los servicios financieros y estatutos del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2010/8	Grecia	Reestructuración de la deuda de empresas y profesionales con entidades de crédito y tratamiento de los datos de la agencia de solvencia crediticia
CON/2010/9	Finlandia	Concentración de bancos comerciales
CON/2010/10	Hungría	Funciones del Magyar Nemzeti Bank, estructura y régimen jurídico de la Autoridad de Supervisión Financiera de Hungría y creación del Consejo de Estabilidad Financiera
CON/2010/11	Suecia	Segunda prórroga del plan estatal de recapitalizaciones
CON/2010/12	Rumanía	Procedimiento especial de administración de entidades de crédito en dificultades iniciado por el Banca Națională a României
CON/2010/13	Hungría	Funciones del Magyar Nemzeti Bank derivadas de la adscripción de Hungría al FMI
CON/2010/14	Polonia	Medidas de apoyo del crédito bancario a las empresas
CON/2010/16	Estonia	Preparativos para introducir el euro
CON/2010/17	Grecia	Creación del Sistema Estadístico Heleno y una autoridad estadística independiente

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA ¹

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento de 2009, que concluirá el 20 de enero.

15 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final de 2009; (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre de 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

6 DE NOVIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales

de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

4 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento de 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones

principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo

que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá bonos garantizados (*covered bonds*, denominados instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* en la Documentación General) denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la

facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de bonos garantizados denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

**2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE,
8 DE OCTUBRE, 5 DE NOVIEMBRE
Y 3 DE DICIEMBRE DE 2009, 14 DE ENERO
Y 4 DE FEBRERO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

PERSPECTIVA GENERAL DE LAS COMUNICACIONES DEL BCE RELACIONADAS CON LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ¹

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN EUROS

5 DE MARZO DE 2009

PROCEDIMIENTOS DE SUBASTA DESDE EL 8 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido hoy mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final de 2009.

Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido hoy llevar a cabo operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año.

Las operaciones se efectuarán mediante subastas a tipo fijo con adjudicación plena, y el tipo de interés de la primera de ellas será el de las operaciones principales de financiación en ese momento; las siguientes OFPML también serán con adjudicación plena, pero el tipo fijo

podrá ser el resultante de añadir un diferencial al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, en función de las circunstancias del momento.

Estas operaciones se llevarán a cabo además de las OFPML ordinarias y complementarias, que no se verán afectadas.

Más abajo se facilita un calendario provisional de las OFPML que tendrán lugar en 2009.

Además, el Consejo de Gobierno ha decidido hoy prolongar hasta finales de 2010 la ampliación temporal de la lista de activos admitidos, anunciada el 15 de octubre de 2008.

ADMISIÓN DEL BANCO EUROPEO DE INVERSIONES COMO ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA PARA LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA

En el día de hoy, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que el Banco Europeo de Inversiones (BEI) será admitido como entidad de contrapartida para las operaciones de política monetaria del Eurosistema a partir del 8 de julio de 2009.

Desde esa fecha, el BEI podrá acceder, cuando lo considere oportuno para su gestión de tesorería, a las operaciones de mercado abierto y a las facilidades permanentes del Eurosistema a través de la Banque centrale du Luxembourg en las mismas condiciones que las demás entidades de contrapartida. El BEI cumplirá todos los

¹ Para más información sobre las operaciones de inyección de liquidez efectuadas por el Eurosistema en 2009, véase la sección «Open Market Operations» en la dirección del BCE en Internet.

Operación	Fecha del anuncio	Fecha de adjudicación	Fecha de liquidación	Fecha de vencimiento	Vencimiento
OFPML a un año	Martes, 23 de junio de 2009	Miércoles, 24 de junio de 2009	Jueves, 25 de junio de 2009	Jueves, 1 de julio de 2010	12 meses
OFPML a un año	Martes, 29 de septiembre de 2009	Miércoles, 30 de septiembre de 2009	Jueves, 1 de octubre de 2009	Jueves, 30 de septiembre de 2010	12 meses
OFPML a un año	Martes, 15 de diciembre de 2009	Miércoles, 16 de diciembre de 2009	Jueves, 17 de diciembre de 2009	Jueves, 23 de diciembre de 2010	12 meses

requisitos de admisión y estará sujeto al sistema de reservas mínimas del Eurosistema.

El acceso a la liquidez del Eurosistema es un complemento natural de las iniciativas de financiación del BEI y le permitirá responder con más facilidad a la demanda adicional de su programa de créditos. Actualmente, se estima que esta demanda adicional se cifra en 10 mm de euros en 2009. Teniendo en cuenta las habituales ratios de apalancamiento, el BEI estima que esta financiación adicional podría generar una inversión añadida por valor de hasta 40 mm de euros en el presente año.

En su comunicado de hoy, puede encontrarse más información sobre las actividades del BEI.

en el primer trimestre de 2010, el Consejo de Gobierno ha decidido llevar a cabo la última operación de financiación a plazo más largo a seis meses el 31 de marzo de 2010. Esta operación se realizará mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al igual que las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses ya anunciadas para el primer trimestre de 2010 (véase la nota de prensa del BCE de 29 de mayo de 2009).

Para fechas posteriores al primer trimestre de 2010, el Consejo de Gobierno tendrá en cuenta la necesidad de suavizar el efecto de liquidez de las operaciones de financiación a plazo más largo a doce meses con vencimiento en el segundo semestre de 2010.

3 DE DICIEMBRE DE 2009

EL BCE ANUNCIA DETALLES SOBRE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN QUE SE REALIZARÁN HASTA EL 7 DE ABRIL DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido en el día de hoy seguir realizando sus operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, mientras sea necesario y al menos hasta que finalice el tercer período de mantenimiento de 2010, el 13 de abril. Este procedimiento de subasta seguirá utilizándose también en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento, al menos durante los tres primeros períodos de mantenimiento de 2010.

Además, el Consejo de Gobierno ha decidido que el tipo de la última operación de financiación a plazo más largo a doce meses, cuya adjudicación está prevista para el 16 de diciembre de 2009, estará fijado en la media de los tipos mínimos de puja de las OPF existentes a lo largo de esta operación².

Por lo que se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo que se realizarán

2 Sólo se realizará un pago de intereses, en la fecha de vencimiento (es decir, el 23 de diciembre de 2010). Este pago de intereses se calculará como el importe adjudicado multiplicado por

$$[6R_0^{TMP} + \sum_{t=1}^{52} 7R_t^{TMP} + R_{53}^{TMP}] / 360$$

Donde, R_0^{TMP} es el tipo mínimo de puja de la OPF liquidada el 16 de diciembre de 2009, y R_t^{TMP} , $t = 1, \dots, 53$ son los tipos mínimos de puja de las 53 OPF siguientes. La operación vencerá a los 371 días.

PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN MONEDAS DISTINTAS DEL EURO Y ACUERDOS CON OTROS BANCOS CENTRALES

16 DE ENERO DE 2009

COOPERACIÓN ENTRE EL BANCO NACIONAL DE SUIZA Y EL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA PROPORCIONAR LIQUIDEZ EN FRANCO SUIZO

El 15 de octubre de 2008, el Banco Nacional de Suiza y el BCE anunciaron conjuntamente la realización de operaciones de *swaps* de divisas euro/franco suizo en las que se proporcionaría francos suizos a cambio de euros a un plazo de siete días a un precio fijo, con el fin de mejorar la provisión de liquidez en los mercados monetarios a corto plazo del franco suizo. Entonces se anunció que esta medida permanecería vigente mientras fuera necesario, y como mínimo hasta el final de enero de 2009.

En el día de hoy, el Banco Nacional de Suiza y el BCE han anunciado conjuntamente que continuarán realizando operaciones de *swaps* de divisas euro/franco suizo a una semana al menos hasta el final de abril de 2009, con el fin de prestar apoyo a adicionales mejoras en los mercados monetarios a corto plazo del franco suizo.

3 DE FEBRERO DE 2009

PRÓRROGA DEL ACUERDO DE DIVISAS RECÍPROCO DE CARÁCTER TEMPORAL (LÍNEA SWAP)

Para hacer frente a las persistentes presiones registradas en los mercados mundiales de financiación en dólares estadounidenses se han prorrogado los acuerdos temporales recíprocos de divisas (líneas *swap*) celebrados entre la Reserva Federal y otros bancos centrales.

El Consejo de Gobierno del BCE y el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos han decidido prorrogar su acuerdo temporal recíproco de divisas (línea *swap*) hasta el 30 de octubre de 2009.

19 DE MARZO DE 2009

OPERACIONES DEL EUROSISTEMA DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE ha acordado, conjuntamente con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal, continuar realizando operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7, 28 y 84 días.

Estas operaciones seguirán llevándose a cabo mediante cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se realizarán como subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Como consecuencia de la limitada demanda, las operaciones en forma de *swap* de divisas euro/dólar dejaron de utilizarse al final de enero, pero podrían volver a realizarse en el futuro, si se considera necesario a la vista de las circunstancias del mercado.

6 DE ABRIL DE 2009

LOS BANCOS CENTRALES ANUNCIAN LA AMPLIACIÓN DE LOS ACUERDOS DE DIVISAS

El Banco de Inglaterra, el BCE, la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza han anunciado el establecimiento de acuerdos de *swap* que permitirán a la Reserva Federal proporcionar liquidez en divisas a las instituciones financieras de Estados Unidos. En caso de que se plantee la necesidad, la Reserva Federal proporcionará euros, yenes, libras esterlinas y francos suizos a través de estos nuevos acuerdos de *swap* en divisas con los bancos centrales relevantes. Los bancos centrales siguen trabajando de forma coordinada y están adoptando las medidas apropiadas, con el fin de fomentar la estabilidad en los mercados financieros mundiales.

DECISIONES DEL BCE

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido establecer un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) con la Reserva Federal. Este acuerdo proporcionará a la Reserva Federal los recursos necesarios para ofrecer liquidez hasta una cuantía de 80 mm de euros. El Consejo de Gobierno aprobó esta línea *swap*, que estará vigente hasta el 30 de octubre de 2009.

10 DE JUNIO DE 2009

EL BCE ACTIVA LA LÍNEA SWAP CON EL SVERIGES RIKSBANK

En el día de hoy, el BCE y el Sveriges Riksbank han decidido activar su acuerdo temporal recíproco de divisas (línea *swap*), mediante el cual el banco central sueco puede tomar prestados del BCE euros a cambio de coronas suecas.

El 20 de diciembre de 2007, el BCE y el Sveriges Riksbank firmaron un acuerdo de divisas encaminado a facilitar el funcionamiento de los mercados financieros y a proporcionarles liquidez en euros, si así lo necesitaran. El importe máximo que el Sveriges Riksbank puede tomar prestado es de 10 mm de euros, por un plazo de hasta tres meses.

25 DE JUNIO DE 2009

EL BCE Y EL BANCO NACIONAL DE SUIZA AMPLÍAN SUS OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN FRANCO SUIZOS

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, seguir realizando operaciones *swap* de inyección de liquidez en francos suizos a una semana, al menos hasta el 31 de octubre de 2009, para contribuir a mejorar aún más la situación de los mercados de financiación a corto plazo en francos suizos.

EL BCE Y OTROS BANCOS CENTRALES PRORROGAN SUS ACUERDOS TEMPORALES RECÍPROCOS DE DIVISAS CON LA RESERVA FEDERAL

Los acuerdos temporales recíprocos de divisas (líneas *swap*) celebrados entre la Reserva Federal y otros bancos centrales se han prorrogado hasta el 1 de febrero de 2010.

En particular, el Consejo de Gobierno del BCE y el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal han prorrogado hasta el 1 de febrero de 2010 sus respectivas líneas *swap*, mediante las cuales la Reserva Federal proporciona liquidez en dólares al BCE y el BCE proporciona liquidez en euros a la Reserva Federal, a fin de que ambas instituciones puedan ofrecer esta liquidez a sus respectivas entidades de contrapartida, en caso de que resulte necesario.

El Consejo de Gobierno ha decidido también continuar realizando operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7 y 84 días, al menos hasta el 30 de septiembre de 2009. El Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza han adoptado una decisión similar. Estas operaciones seguirán llevándose a cabo mediante cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se realizarán como subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

Como consecuencia de la limitada demanda y de la mejora observada en los mercados de financiación, las operaciones en dólares estadounidenses a 28 días dejarán de realizarse después de la operación que se llevará a cabo el 28 de julio. Al igual que con los *swaps* de divisas euro/dólar, que dejaron de realizarse al final de enero, las operaciones a 28 días podrían reanudarse en el futuro, si se considera necesario a la vista de las circunstancias del mercado.

24 DE SEPTIEMBRE DE 2009

EL BCE Y EL BANCO NACIONAL DE SUIZA AMPLÍAN SUS OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN FRANCO SUIZOS

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, seguir realizando operaciones *swap* de inyección de liquidez en francos suizos a una semana, al menos hasta el 31 de enero de 2010, en apoyo de adicionales mejoras de la situación de los mercados de financiación a corto plazo en francos suizos.

EL BCE Y OTROS BANCOS CENTRALES DECIDEN SEGUIR REALIZANDO OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN DÓLARES ESTADOUNIDENSES

El Consejo de Gobierno del BCE ha acordado, conjuntamente con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal, continuar realizando operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses desde octubre de 2009 hasta enero de 2010.

Estas operaciones del Eurosistema seguirán llevándose a cabo mediante cesiones temporales a siete días respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se realizarán como subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Como consecuencia de la limitada demanda y de la mejora de la situación en los mercados de financiación, las operaciones en dólares a 84 días dejarán de realizarse tras la operación que se llevará a cabo el 6 de octubre de 2009 y que vencerá el 7 de enero de 2010. Las operaciones a 84 días, así como las demás operaciones de inyección de liquidez en dólares que habían dejado de realizarse previamente, podrían volver a llevarse a cabo en el futuro, si se considerase necesario.

El Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza han adoptado una decisión similar.

18 DE ENERO DE 2010

EL BCE SUSPENDE LAS OPERACIONES DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN FRANCO SUIZOS

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, de acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, suspender las operaciones *swap* de inyección de liquidez a una semana en francos suizos a partir del 31 de enero de 2010. Esta decisión se ha adoptado en vista de la menor demanda y de la mejora observada en las condiciones existentes en los mercados de financiación.

27 DE ENERO DE 2010

EL BCE Y OTROS BANCOS CENTRALES DECIDEN SUSPENDER LAS LÍNEAS SWAP TEMPORALES CON LA RESERVA FEDERAL

En coordinación con otros bancos centrales, el BCE confirma la finalización de las líneas *swap* temporales con la Reserva Federal el 1 de febrero de 2010. Estas líneas, que se establecieron para contrarrestar las presiones registradas en los mercados mundiales de financiación, ya no son necesarias, vistas las mejoras experimentadas en el funcionamiento de los mercados financieros durante el pasado año. Los bancos centrales continuarán cooperando cuando sea necesario.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, de común acuerdo con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, suspender las operaciones *swap* de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a partir del 31 de enero de 2010.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2009

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero de 2009. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre diciembre de 2009 y febrero de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo nº 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2008», abril 2009.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.

«Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.

«Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.

«Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.

«Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.

«Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.

«Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», abril 2009.

«Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.

«Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.

«Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», mayo 2009.

«Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.

«La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.

«Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.

«Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.

«Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.

«La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.

«Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.

«Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.

«Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.

«El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.

«La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», noviembre 2009.

«La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», enero 2010.

«Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», enero 2010.

«Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», enero 2010.

«Los mercados de repos de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros», febrero 2010.

«Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», febrero 2010.

«Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada», febrero 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.
- 9 «The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations», S. E. Lambrinoc, noviembre 2009.
- 10 «Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections», P. Athanassiou, diciembre 2009.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.
- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.
- 107 «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», S. Cheun, I. von Köppen-Mertes y B. Weller, diciembre 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1119 «Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area», M. Buchmann, diciembre 2009.
- 1120 «Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States», J. Beirne y M. Bijsterbosch, diciembre 2009.
- 1121 «Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets», A. Popov, diciembre 2009.
- 1122 «Monetary policy shocks and portfolio choice», M. Fratzscher, C. Saborowski y R. Straub, diciembre 2009.
- 1123 «Monetary policy and the financing of firms», F. De Fiore, P. Teles y O. Tristani, diciembre 2009.
- 1124 «Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area», O. Castrén e I. K. Kavonius, diciembre 2009.
- 1125 «Leading indicators in a globalised world», F. Fichtner, R. Ruffer y B. Schnatz, diciembre 2009.
- 1126 «Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk», F. Heider, M. Hoerova y C. Holthausen, diciembre 2009.
- 1127 «The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09», J. W. Ejsing y W. Lemke, diciembre 2009.
- 1128 «EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy», G. Amisano, N. Giammarioli y L. Stracca, diciembre 2009.
- 1129 «Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries», M. Andersson, K. Masuch y M. Schiffbauer, diciembre 2009.
- 1130 «Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment», S. Delle Chiaie, diciembre 2009.
- 1131 «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», M. G. Attinasi, C. Checherita y C. Nickel, diciembre 2009.
- 1132 «A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information», J. Paredes, D. J. Pedregal y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1133 «Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment», P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1134 «Would the Bundesbank have prevented the Great Inflation in the United States?», L. Benati, diciembre 2009.
- 1135 «Return to retail banking and payments», I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, diciembre 2009.
- 1136 «Payment scale economies, competition and pricing», D. B. Humphrey, diciembre 2009.
- 1137 «Regulating two-sided markets: an empirical investigation», S. Carbó Valverde, S. Chakravorti y F. Rodríguez Fernández, diciembre 2009.
- 1138 «Credit card interchange fees», J. C. Rochet y J. Wright, diciembre 2009.
- 1139 «Pricing payment cards», O. Bedre y E. Calvano, diciembre 2009.
- 1140 «SEPA, efficiency and payment card competition», W. Bolt y H. Schmiedel, diciembre 2009.
- 1141 «How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence», S. Carbó Valverde y J. M. Liñares-Zegarra, diciembre 2009.
- 1142 «Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?», B. Scholnick, diciembre 2009.
- 1143 «What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market», B. Alexandrova-Kabadjova y J. Luis Negrín, diciembre 2009.

- 1144 «Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata», U. von Kalckreuth, T. Schmidt y H. Stix, diciembre 2009.
- 1145 «An area-wide real-time database for the euro area», D. Giannone, J. Henry, M. Lalik y M. Modugno, enero 2010.
- 1146 «The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts», M. Ehrmann, S. Eijffinger y M. Fratzscher, enero 2010.
- 1147 «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», R. Iye y J. L. Peydró, enero 2010.
- 1148 «Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data», J. J. Pérez y J. Sánchez, enero 2010.
- 1149 «Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area», A. Beyer y K. Juselius, enero 2010.
- 1150 «Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area», L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen y M. Protopapa, enero 2010.
- 1151 «Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates», M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, enero 2010.
- 1152 «Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis», L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, febrero 2010.
- 1153 «The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors», K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki y M. Vodopivec, febrero 2010.
- 1154 «Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach», A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2010.
- 1155 «Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate», D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2010.
- 1156 «Mortgage indebtedness and household financial distress», D. Georgarakos, A. Lojschová y M. Ward-Warmedinger, febrero 2010.
- 1157 «Real-time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance», M. Marcellino y A. Musso, febrero 2010.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (solo en Internet).
- «Euro money market study 2008», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Eurosysteem oversight policy framework», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (solo en Internet).
- «European Commission's consultation on hedge funds – Eurosysteem contribution», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (solo en Internet).

«Expectativas del Eurosistema sobre la SEPA», marzo 2009 (solo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (solo en Internet).

«EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (solo en Internet).

«The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (solo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2009.

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – julio 2009», agosto 2009 (solo en Internet).

«Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks: ECB legal acts and instruments - 2009 update», agosto 2009.

«EU banking sector stability», agosto 2009 (solo en Internet).

«Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (solo en Internet).

«OCT derivatives and post-trading infrastructures», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – agosto 2009», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution», septiembre 2009 (solo en Internet).

«ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre 2009 (solo en Internet).

«The euro at ten – lessons and challenges», Fifth ECB Central Banking Conference volume, septiembre 2009.

«Euro money market survey», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – septiembre 2009», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote», octubre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – octubre 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Eurosystem oversight report 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – noviembre 2009», diciembre 2009 (solo en Internet).

«New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2009.

«Retail payments – integration and innovation», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Recent advances in modelling systemic risk using network analysis», enero 2010 (solo en Internet).

«Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future ‘EU 2020’ strategy», enero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», enero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», febrero 2010 (solo en Internet).

«The ‘Centralised Securities Database’ in brief», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – enero 2010», febrero 2010 (solo en Internet).

«Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation», febrero 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009», febrero 2010 (solo en Internet).

«MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP», febrero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece», febrero 2010 (solo en Internet).

«ECB–Eurostat workshop on pensions», febrero 2010 (solo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.

«La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA): un mercado de pequeños pagos integrado», julio 2009.

«T2S – settling without borders», enero 2010.

GLOSARIO

En este glosario se recogen algunos términos utilizados en el Informe Anual. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse un glosario más completo y detallado.

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores de las **IFM** de la **zona del euro** (como oro, monedas y billetes en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** emitidos por las IFM con vencimiento hasta dos años de no residentes en la zona del euro).

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

Administración Central: la administración según se define en el **Sistema Europeo de Cuentas 1995**, pero excluyendo las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales (véase también **Administraciones Públicas**).

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

Análisis económico: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis económico se centra, fundamentalmente, en la valoración de la situación económica y financiera existente y en los riesgos implícitos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios desde la perspectiva de la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores en los citados horizontes temporales. Se presta la debida atención a la necesidad de identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre el comportamiento de los costes y de los precios y las perspectivas de corto a medio plazo referidas a su propagación en la economía (véase, también, **análisis monetario**).

Análisis monetario: uno de los pilares del marco del **Banco Central Europeo** para el análisis exhaustivo de los riesgos para la **estabilidad de precios**, que constituye la base de las decisiones de política monetaria del **Consejo de Gobierno**. El análisis monetario ayuda a evaluar las tendencias de medio a largo plazo de la inflación, dada la estrecha relación existente entre dinero y precios en horizontes temporales amplios. El análisis monetario toma en consideración el comportamiento de una amplia gama de indicadores monetarios, incluidos **M3**, sus componentes y contrapartidas, en particular el crédito, así como diversas medidas del exceso de liquidez (véase, también, **análisis económico**).

Balance consolidado del sector IFM: obtenido mediante la exclusión de las posiciones entre **IFM** que figuran en el balance agregado del sector (como, por ejemplo, los préstamos y depósitos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a

los residentes en la **zona del euro** que no pertenecen a este sector (es decir, las **Administraciones Públicas** y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de **M3**.

Balanza de pagos: información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado. Las transacciones consideradas son las relativas a bienes, servicios y rentas, las relacionadas con activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, y las que están clasificadas como transferencias (como las condonaciones de deuda).

Banco Central Europeo (BCE): el BCE es el núcleo del **Eurosistema** y del **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)** y tiene personalidad jurídica propia con arreglo al **Tratado** (apartado 3 del artículo 282). Su cometido es garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Eurosistema y al SEBC, ya sea por medio de sus propias actividades o por medio de los bancos centrales nacionales, de conformidad con los Estatutos del SEBC. Los órganos rectores del BCE son el **Consejo de Gobierno** y el **Comité Ejecutivo**, así como el **Consejo General**, que constituye el tercer órgano rector.

Base de reservas: suma de los elementos computables del balance (en particular, los pasivos) que constituyen la base para calcular las **exigencias de reservas** de una **entidad de crédito**.

Brecha de financiación de las sociedades no financieras: la brecha de financiación puede definirse como el saldo entre el ahorro de las empresas (a través de los beneficios no distribuidos y la amortización) y las inversiones no financieras de las sociedades no financieras. La brecha de financiación basada en las cuentas financieras también puede definirse como el saldo entre las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Las dos medidas presentan discrepancias estadísticas originadas por diferencias en las estadísticas fuente.

Cartera de referencia: en relación con las inversiones, es una cartera o índice de referencia construido en función de los objetivos de liquidez, riesgo y rentabilidad de las inversiones. La cartera de referencia sirve como base para comparar el comportamiento de la cartera mantenida.

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).

Coefficiente de reservas: porcentaje definido por el banco central para cada categoría de pasivos computables incluida en la **base de reservas**. Este coeficiente se utiliza para calcular las **exigencias de reservas**.

Comité Económico y Financiero (CEF): órgano consultivo de la UE que contribuye a preparar las tareas del **Consejo ECOFIN** y de la Comisión Europea. Entre sus funciones se incluye el seguimiento de la situación económica y financiera de los Estados miembros y de la UE, y la vigilancia presupuestaria.

Comité Ejecutivo: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados, desde la entrada

en vigor del **Tratado de Lisboa**, por el Consejo Europeo, actuando por mayoría cualificada, sobre la base de una recomendación del Consejo de la UE.

Consejo ECOFIN: el Consejo de la UE reunido en su composición de ministros de Economía y Hacienda.

Consejo General: uno de los órganos rectores del **Banco Central Europeo (BCE)**, compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y por los gobernadores de todos los bancos centrales nacionales del **Sistema Europeo de Bancos Centrales**.

Consejo de Gobierno: el órgano rector supremo del **Banco Central Europeo (BCE)**. 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.

Coste de la financiación externa de las sociedades no financieras (real): coste en que incurren las sociedades no financieras cuando obtienen nuevos recursos externos. En el caso de las sociedades no financieras de la **zona del euro**, se calcula como una media ponderada del coste de obtener préstamos bancarios, del coste de los valores de renta fija (**valores distintos de acciones**) y del coste de los valores de renta variable, basada en los saldos vivos (corregidos por los efectos de valoración) y deflactada por las expectativas de inflación.

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: préstamos de las **IFM** a residentes en la **zona del euro** distintos de IFM (incluidos las **Administraciones Públicas** y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Depositorio Central de Valores (DCV): entidad que i) permite que las operaciones con valores se procesen y liquiden mediante anotaciones en cuenta, ii) presta servicios de custodia (por ejemplo, la administración de las operaciones de las empresas y las amortizaciones) y iii) desempeña un papel activo en garantizar la integridad de las emisiones de valores. En un DCV pueden existir títulos físicos (inmovilizados) o valores desmaterializados (es decir, que solo existen como anotaciones en cuenta).

Derivado de crédito: instrumento financiero que separa el **riesgo de crédito** de la operación financiera subyacente, permitiendo que este riesgo se valore y se transfiera por separado.

Entidad de contrapartida: la parte contraria en una transacción financiera (por ejemplo, en una operación con un banco central).

Entidad de contrapartida central (ECC): entidad que se interpone, en uno o más mercados, entre las **contrapartes** de los contratos negociados, actuando de comprador frente a todos los vendedores, y de vendedor frente a todos los compradores y, por tanto, garantizando el cumplimiento de los contratos vivos.

Entidad de crédito: i) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia o ii) una entidad, o cualquier otra persona jurídica, que no esté recogida en (i) y que emita medios de pago en forma de dinero electrónico.

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): medida del tipo de interés efectivo vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como una media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad financiera: situación en la que el sistema financiero –que se compone de intermediarios financieros, mercados e infraestructuras de mercado– es capaz de resistir perturbaciones y resolver desequilibrios financieros, reduciendo con ello la posibilidad de que se produzcan trastornos en el proceso de intermediación financiera lo suficientemente graves como para que la asignación del ahorro a oportunidades de inversión beneficiosas se vea significativamente afectada.

Estabilidad de precios: el mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del **Eurosistema**. El **Consejo de Gobierno** define la estabilidad de precios como un incremento interanual del **Índice Armonizado de Precios de Consumo** para la **zona del euro** inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Estrategia de Lisboa: programa detallado de reformas estructurales encaminado a transformar la UE en «la economía basada en el conocimiento más dinámica y competitiva del mundo», que se puso en marcha en el año 2000 en el Consejo Europeo de Lisboa.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): tipo de interés de oferta, facilitado por un panel de bancos, al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra y que se calcula diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurogrupo: reunión de carácter informal de los ministros de Economía y Hacienda de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro.

Eurosistema: sistema de bancos centrales de la **zona del euro**. Comprende el **Banco Central Europeo** y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro.

Excedente bruto de explotación: el excedente (o déficit) resultante de deducir del valor de las actividades de producción los empleos en concepto de consumos intermedios, remuneración de los asalariados e impuestos menos subvenciones a la producción, y antes de considerar tanto los ingresos y pagos por rentas originadas por operaciones de préstamo y alquileres como las generadas por la propiedad de activos financieros y de activos no producidos.

Exigencia de reservas: reservas mínimas que una **entidad de crédito** ha de mantener en el **Eurosistema** durante un **período de mantenimiento** predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el **período de mantenimiento**.

Facilidad de depósito: **facilidad permanente** del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad marginal de crédito: facilidad permanente del **Eurosistema** que las **entidades de contrapartida** pueden utilizar para recibir créditos a un día de un banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía (véase, también, **tipos de interés oficiales del BCE**).

Facilidad permanente: instrumento de crédito del banco central que está a disposición de las **entidades de contrapartida** a petición por parte de las mismas. El **Eurosistema** ofrece dos facilidades permanentes: la **facilidad marginal de crédito** y la **facilidad de depósito**.

Gobierno corporativo: normas, procedimientos y procesos con arreglo a los cuales se dirige y controla una organización. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre las distintas personas que forman parte de la organización –como el consejo de administración, los directivos, los accionistas y otras partes interesadas– y establece las normas y procedimientos para la toma de decisiones.

Índice armonizado de Precios de Consumo (IAPC): medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Ingresos monetarios: ingresos obtenidos por los bancos centrales nacionales en el ejercicio de la función de política monetaria del **Eurosistema**, procedentes de activos identificables de conformidad con las orientaciones establecidas por el **Consejo de Gobierno** y mantenidos frente a billetes en circulación y depósitos de las **entidades de crédito**.

Instituciones Financieras Monetarias (IFM): instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la **zona del euro**. Incluyen el **Eurosistema**, las **entidades de crédito** residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del **mercado monetario**, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Instituto Monetario Europeo (IME): institución de carácter temporal creada el 1 de enero de 1994, al inicio de la segunda fase de la **Unión Económica y Monetaria**. Su liquidación comenzó el 1 de junio de 1998, tras el establecimiento del **Banco Central Europeo**.

Inversiones de cartera: operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende **acciones y participaciones**, y **valores distintos de acciones** (bonos y obligaciones, e instrumentos del **mercado monetario**), excluidos los importes registrados en las **inversiones directas** o en los activos de reserva.

Inversiones directas: inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (se supone, en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Incluye acciones y otras participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con operaciones entre empresas relacionadas.

M1: agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en **IFM** y en la **Administración Central** (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: agregado monetario intermedio que comprende **M1** y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en **IFM** y en la **Administración Central**.

M3: agregado monetario amplio que comprende **M2** y los instrumentos negociables, en particular, **cesiones temporales**, participaciones en fondos del **mercado monetario** y **valores distintos de acciones** hasta dos años emitidos por las **IFM**.

Mercado monetario: mercado en el que se obtienen, se invierten y se negocian fondos a corto plazo, utilizando instrumentos con un plazo a la emisión habitualmente igual o inferior a un año.

Mercado de renta fija: mercado en el que se emiten y negocian valores de renta fija (**valores distintos de acciones**) a largo plazo.

Mercado de renta variable: mercado en el que se emiten y negocian **valores de renta variable**.

Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC): mecanismo establecido por el **Sistema Europeo de Banco Centrales** con el objeto de que las **entidades de contrapartida** puedan utilizar los activos de garantía en un ámbito transfronterizo. En el MCBC, los BCN actúan como custodios unos de otros. Esto significa que cada BCN abre una cuenta de valores para cada uno de los otros BCN (y para el **Banco Central Europeo**).

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la **zona del euro** y los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro. El MTC II constituye un acuerdo multilateral con tipos centrales fijos, aunque ajustables, y un margen normal de fluctuación de $\pm 15\%$. Las decisiones relativas a los tipos centrales y, posiblemente, a los márgenes de fluctuación más estrechos se adoptan de mutuo acuerdo entre los Estados miembros de la UE interesados, los países de la zona del euro, el **Banco Central Europeo (BCE)** y los demás Estados miembros de la UE participantes en el mecanismo. Todos los participantes en el MTC II, incluido el BCE, están facultados para iniciar un procedimiento confidencial con el fin de modificar los tipos centrales (realineamiento).

Opción: instrumento financiero por el que su tenedor adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo específico (v.g., un bono o una acción) a un precio especificado previamente (el precio de ejercicio) en una fecha determinada (fecha de ejercicio) o hasta esa fecha (fecha de vencimiento).

Operación de ajuste: operación de mercado abierto realizada por el **Eurosistema** para hacer frente a fluctuaciones imprevistas de la liquidez en el mercado. La periodicidad y el vencimiento de estas operaciones no están normalizados.

Operación de financiación a plazo más largo: operación de crédito con vencimiento superior a una semana realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Teniendo en cuenta sus objetivos, periodicidad y procedimientos, las operaciones de mercado abierto del **Eurosistema** pueden dividirse en cuatro categorías: **operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a plazo más largo, operaciones de ajuste** y operaciones estructurales. En cuanto a los instrumentos utilizados, las **operaciones temporales** constituyen el primer instrumento de mercado abierto del Eurosistema y pueden emplearse en las cuatro categorías mencionadas. Además, para las operaciones estructurales pueden utilizarse la emisión de certificados de deuda y las operaciones simples, mientras que para la ejecución de las operaciones de ajuste pueden emplearse operaciones simples, **swaps de divisas** y la captación de depósitos a plazo fijo.

Operación principal de financiación: operación de mercado abierto regular realizada por el **Eurosistema** en forma de **operación temporal**. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: operación por la cual el banco central compra o vende activos mediante una **cesión temporal** o realiza operaciones de crédito con **activos de garantía**.

Otros intermediarios financieros: sociedades y cuasisociedades, a excepción de las empresas de seguros y fondos de pensiones, que se dedican principalmente a la intermediación financiera, incurriendo en pasivos distintos del efectivo, los depósitos y/o los sustitutos próximos de los depósitos procedentes de unidades institucionales que no son IFM. En concreto, son sociedades que ejercen primordialmente actividades de financiación a largo plazo, como las sociedades de arrendamiento financiero, los fondos de titulización, las sociedades holding, las sociedades y agencias de valores y derivados financieros (cuando negocian por cuenta propia) y las sociedades de capital riesgo.

Pacto de Estabilidad y Crecimiento: pretende ser un medio para mantener las finanzas públicas saneadas en los Estados miembros de la UE, con el fin de fortalecer las condiciones para conseguir la estabilidad de precios y un crecimiento fuerte y sostenido que conduzca a la creación de empleo. A este fin, el Pacto recomienda unos objetivos presupuestarios a medio plazo para los Estados miembros y contiene especificaciones concretas relativas al **procedimiento de déficit excesivo**. El Pacto consta de la Resolución del Consejo Europeo de Ámsterdam de 17 de junio de 1997 sobre el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y dos Reglamentos del Consejo –el Reglamento (CE) nº 1466/97, de 7 de julio de 1997, relativo al reforzamiento de la supervisión de las situaciones presupuestarias y a la supervisión y coordinación de las políticas económicas, modificado por el Reglamento (CE) nº 1055/2005 de 27 de junio de 2005, y el Reglamento (CE) nº 1467/97, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, modificado por el Reglamento (CE) nº 1056/2005 de 27 de junio de 2005–. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se complementa con el informe del **Consejo ECOFIN**, titulado «Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact», que se adoptó en el Consejo Europeo de Bruselas celebrado el 22 y 23 de marzo de 2005. También lo complementa el código de conducta, titulado «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of stability and convergence programmes», aprobado por el Consejo ECOFIN el 11 de octubre de 2005.

Países candidatos: países para los que la UE ha aceptado la solicitud de adhesión. Las negociaciones de adhesión con Croacia y con Turquía comenzaron el 3 de octubre de 2005. En el caso de la Antigua República Yugoslava de Macedonia, la Comisión Europea recomendó el inicio de las negociaciones de adhesión en octubre de 2009.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, **valores distintos de acciones** emitidos por las **IFM** de la **zona del euro** con plazo a la emisión superior a dos años y capital y reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Período de mantenimiento: período para el cual se calcula el importe de las **exigencias de reservas** que las **entidades de crédito** han de satisfacer. El período de mantenimiento comienza el día en que se liquida la primera **operación principal de financiación** posterior a la reunión del **Consejo de Gobierno** en la que se efectúa la evaluación mensual de la orientación de la política monetaria. El **Banco Central Europeo** publica un calendario de los períodos de mantenimiento de reservas al menos tres meses antes del inicio de cada año.

Posición de inversión internacional: valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo.

Procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo: la disposición del **Tratado** recogida en el artículo 126 y desarrollada en el Protocolo nº 12 relativo al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo exige que los Estados miembros de la UE observen la disciplina presupuestaria, define los criterios que hay que atender para considerar que existe déficit excesivo y especifica las medidas que han de adoptarse si no se cumplen estos criterios. El artículo 126 se complementa con el Reglamento (CE) nº 1467/97 del Consejo, de 7 de julio de 1997, relativo a la aceleración y clarificación de la aplicación del procedimiento de déficit excesivo (modificado por el Reglamento (CE) nº 1056/2005 del Consejo de 27 de junio de 2005), que es un elemento del **Pacto de Estabilidad y Crecimiento**.

Proyecciones: resultados de los ejercicios realizados cuatro veces al año para predecir la evolución macroeconómica futura de la **zona del euro**. Las proyecciones elaboradas por los expertos del **Eurosistema** se publican en junio y diciembre, mientras que las proyecciones elaboradas por los expertos del **Banco Central Europeo** (BCE) se publican en marzo y septiembre. Forman parte del **análisis económico** de la estrategia de política monetaria del BCE y constituyen, por tanto, uno de los distintos elementos que intervienen en la evaluación de los riesgos para la **estabilidad de precios** efectuada por el **Consejo de Gobierno**.

Rentabilidad empresarial: medida de los beneficios de las sociedades, fundamentalmente en relación con sus ventas, activos o recursos propios. Hay distintas ratios de rentabilidad empresarial basadas en los estados financieros de las empresas, como la ratio de resultado de explotación (ventas menos gastos de explotación) en relación con las ventas, la ratio de resultado neto (resultado de explotación más otros ingresos y gastos, incluidos impuestos, amortizaciones y resultados extraordinarios) en relación con las ventas, la rentabilidad del activo (que relaciona el resultado neto con los activos totales) y la rentabilidad de los recursos propios (que relaciona el resultado neto con los fondos aportados por los accionistas). A nivel macroeconómico, el **excedente bruto de explotación**, basado en las cuentas nacionales, por ejemplo, en relación con el PIB o con el valor añadido, suele utilizarse como medida de rentabilidad.

Riesgo de crédito: riesgo de que una **entidad de contrapartida** no atienda una obligación de pago en su totalidad, ni al vencimiento ni en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de costes de reposición y el riesgo de principal. También incluye el riesgo de incumplimiento de la entidad que liquida la operación.

Riesgo de liquidación: riesgo de que una liquidación realizada a través de un sistema de transferencia no se lleve a cabo como se esperaba, debido, generalmente, al incumplimiento por un participante de una o más de las obligaciones de liquidación. Este riesgo incluye, en particular, riesgos operativos, **riesgos de crédito** y **riesgos de liquidez**.

Riesgo de liquidez de mercado: riesgo de que una operación efectuada en el mercado financiero no pueda cerrarse o sólo pueda cerrarse en unas condiciones peor de las previstas, debido a una liquidez inadecuada o a una distorsión en el mercado.

Riesgo de mercado: riesgo de pérdidas (en posiciones tanto de balance como de fuera de balance) derivadas de variaciones de los precios de mercado.

Riesgo sistémico: riesgo de que la incapacidad de un participante de cumplir sus obligaciones de pago en un sistema dé lugar a que otros participantes tampoco puedan atender las suyas en el momento de su vencimiento, con efectos potenciales de contagio (por ejemplo, considerables problemas de liquidez o de crédito), poniendo en peligro la estabilidad del sistema financiero o la confianza en dicho sistema. Esa incapacidad de cumplir las obligaciones puede ser causada por problemas operativos o financieros.

Saldo primario: necesidad o capacidad neta de financiación de las Administraciones Públicas, excluidos los pagos por intereses de los pasivos públicos consolidados.

Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC): está compuesto por el **Banco Central Europeo (BCE)** y los bancos centrales nacionales (BCN) de los 27 Estados miembros de la UE, es decir, incluye, además de los miembros del **Eurosistema**, los BCN de los Estados miembros 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 de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR): sistema de liquidación en el que los órdenes de pago se procesan y liquidan uno por uno en tiempo real (véase, también, **TARGET**).

Sistema de liquidación de valores (SLV): sistema que permite la transferencia de valores, tanto libre de pago como contra pago (sistema de entrega contra pago).

Swap de divisas: dos operaciones realizadas simultáneamente, al contado y a plazo, de compraventa de una divisa por otra.

TARGET (Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real): sistema de liquidación bruta en tiempo real del **Eurosistema** para el euro. El sistema de **TARGET** de primera generación fue reemplazado por **TARGET2** en mayo de 2008.

TARGET2: el sistema de **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 mínimo de puja: tipo de interés más bajo al que las **entidades de contrapartida** pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Tipo de cambio efectivo del euro (TCE), nominal/real: media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la **zona del euro**. El **Banco Central Europeo** publica los índices de tipos de cambios efectivos nominales del euro frente a dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y los 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de 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.

Tipos de interés de las IFM: tipos de interés aplicados por **entidades de crédito** y otras **IFM** residentes, excluidos los bancos centrales y los fondos del **mercado monetario**, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en la **zona del euro**.

Tipos de interés oficiales del BCE: tipos de interés, fijados por el **Consejo de Gobierno**, que reflejan la orientación de la política monetaria del **Banco Central Europeo**. Son los tipos de las **operaciones principales de financiación**, de la **facilidad marginal de crédito** y de la **facilidad de depósito**.

Titulización: agrupación de un conjunto de activos financieros, tales como préstamos hipotecarios para adquisición de viviendas, que posteriormente se transfiere a un fondo de titulización, que luego emite valores de renta fija que vende a los inversores. El principal y los intereses de estos valores dependen de los flujos de efectivo generados por el paquete de activos financieros subyacentes.

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. 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.

Tratamiento automatizado de principio a fin: tratamiento de las operaciones y transferencias de pagos, incluida, en su caso, la tramitación automatizada de la confirmación y del case, así como de la generación, compensación y liquidación, de las órdenes de pago.

Unión Económica y Monetaria (UEM): proceso que condujo a la moneda única, el euro, y a la política monetaria única de la **zona del euro**, así como a la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros de la UE. Este proceso, conforme a lo establecido en el **Tratado**, se llevó a cabo en tres fases. La tercera y última fase se inició el 1 de enero de 1999 con la transferencia de las competencias monetarias al **Banco Central Europeo** y con la introducción del euro. El canje de monedas y billetes realizado el 1 de enero de 2002 completó el proceso de constitución de la UEM.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: la tasa de crecimiento interanual de **M3** a medio plazo que es compatible con el mantenimiento de la **estabilidad de precios**. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores distintos de acciones: representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Estos valores incorporan normalmente un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Valores de renta variable: representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Volatilidad implícita: la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v.g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus **opciones**, así como a partir de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: zona formada por los Estados miembros de la UE cuya moneda es el euro y en la que se aplica una política monetaria única bajo la responsabilidad del **Consejo de Gobierno** del **Banco Central Europeo**. La zona del euro está compuesta actualmente por Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia.

ISSN 1561-4522



9 771561 452003