



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Informe Anual

2015



Índice

Prólogo	4
La economía de la zona del euro, la política monetaria del BCE y el sector financiero europeo en 2015	7
1 La economía de la zona del euro: entorno de baja inflación y tipos de interés reducidos	7
1.1 Entorno macroeconómico mundial	7
Recuadro 1 Tensiones financieras en las economías emergentes	13
1.2 Evolución financiera	16
Recuadro 2 ¿Por qué los tipos de interés se encuentran en niveles tan bajos?	20
Recuadro 3 ¿Qué implicaciones tienen los bajos tipos de interés para las entidades de crédito y los ahorradores?	23
1.3 Actividad económica	25
Recuadro 4 El papel del consumo privado en la recuperación económica	28
1.4 Evolución de precios y costes	30
Recuadro 5 Seguimiento de la evolución de la inflación subyacente	33
1.5 Evolución monetaria y crediticia	36
1.6 Política fiscal y reformas estructurales	39
2 La política monetaria en tiempos difíciles	45
2.1 Unas perspectivas de inflación complicadas exigieron la adopción de nuevas medidas firmes por parte del BCE	45
Recuadro 6 La transmisión de las medidas de política monetaria a los mercados financieros y a la economía real	49
2.2 Ejecución sin contratiempos del programa de compra de activos y de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico en 2015	55
Recuadro 7 Participación en las operaciones de financiación	61
Recuadro 8 Provisión de liquidez al sistema bancario griego en un período de intensificación de las tensiones	63

3	El sector financiero europeo: contención de las tensiones y avance hacia la unión bancaria	65
3.1	Riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero de la zona del euro	65
	Recuadro 9 La banca en la sombra en la zona del euro	68
3.2	La función macroprudencial del BCE	71
3.3	El MUS – la función microprudencial del BCE	73
3.4	Contribución del BCE a las iniciativas en materia de regulación	74
3.5	Unión de los mercados de capitales	80
	Otras tareas y actividades	82
1	Infraestructuras de mercado y pagos	82
1.1	Entrada en funcionamiento de T2S y futuro de las infraestructuras de mercado	83
1.2	La digitalización de los servicios de pago	84
1.3	Gestión de los riesgos de las entidades de contrapartida central	85
2	Servicios financieros a otras instituciones	87
2.1	Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo	87
2.2	Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema	88
3	Billetes y monedas	88
3.1	Circulación de billetes y monedas	88
3.2	Falsificación de billetes en euros	89
3.3	Segunda serie de billetes en euros	90
4	Estadísticas	91
4.1	Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	91
4.2	Otras innovaciones estadísticas	93
5	Investigación económica	94
5.1	Prioridades y <i>clusters</i> de investigación del BCE	94
5.2	Las redes de investigación del Eurosistema/SEBC	95
5.3	Conferencias y publicaciones	97

6	Asuntos jurídicos	97
6.1	Participación del BCE en procedimientos judiciales a nivel de la UE	97
6.2	Dictámenes del BCE y casos de incumplimiento	99
6.3	Aspectos jurídicos relacionados con el Mecanismo Único de Supervisión: el Comité Administrativo de Revisión	101
6.4	Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	102
7	Relaciones europeas e internacionales	103
7.1	Relaciones europeas	103
7.2	Relaciones internacionales	106
8	Comunicación externa	109
	Anexo 1 Marco institucional	113
	Anexo 2 Comités del Eurosistema/SEBC	123
	Anexo 3 Organización y Recursos Humanos	125
	Cuentas Anuales	A 1
	Estado financiero consolidado del Eurosistema	C 1
	Estadísticas	S 1

Prólogo



El 2015 fue un año de recuperación para la economía de la zona del euro. Sin embargo, la inflación continuó en una senda descendente. Con este trasfondo, un tema clave para la zona del euro en 2015 fue el fortalecimiento de la confianza, tanto de los consumidores para impulsar el gasto, como de las empresas para reactivar la contratación y la inversión, y de los bancos para aumentar el crédito. Todo ello ha sido esencial para estimular la recuperación y contribuir a que la inflación vuelva a situarse en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, conforme a nuestro objetivo.

A medida que avanzaba el año fuimos observando un claro afianzamiento de la confianza. La demanda interna sustituyó a la demanda externa como motor del crecimiento debido a la mejora de la confianza de los consumidores, mientras que la dinámica del crédito empezó a recuperarse en el conjunto de la zona del euro y el empleo siguió repuntando. Asimismo, el temor a la deflación, que había acechado a la zona del euro a comienzos de 2015, se disipó completamente.

Como se describe en el Informe Anual de este año, el BCE contribuyó a la mejora de esta coyuntura principalmente de dos maneras.

La primera y más importante contribución fue a través de nuestras decisiones de política monetaria. Actuamos con firmeza a lo largo del año a fin de alejar las amenazas para la estabilidad de precios y asegurar el anclaje de las expectativas de inflación. Nuestras actuaciones se iniciaron en enero, con nuestra decisión de ampliar el programa de compra de activos. Continuaron con distintos ajustes del programa durante todo el año, como la ampliación de la lista de emisores cuyos valores podían ser adquiridos. Y concluyeron con las decisiones adoptadas en diciembre de recortar adicionalmente el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito y de recalibrar nuestras compras de activos.

Estas medidas demostraron ser eficaces. Las condiciones de financiación se relajaron considerablemente, y los tipos de interés de los préstamos bancarios cayeron en torno a 80 puntos básicos en la zona del euro desde mediados de 2014, una transmisión equivalente a un recorte puntual de los tipos de 100 puntos básicos en circunstancias normales. El crecimiento y la inflación también se vieron beneficiados. Según la evaluación realizada por los expertos del Eurosistema, sin el programa de compra de activos —incluido el paquete aprobado en diciembre— la inflación habría sido negativa en 2015 y habría descendido más de medio punto porcentual en 2016 y en torno a medio punto porcentual en 2017. Se espera que este programa incremente el PIB de la zona del euro alrededor de 1,5 puntos porcentuales en el período 2015-2018.

A finales de año recalibramos nuestra política debido a las nuevas dificultades que atravesaba la economía mundial, que situaban a la baja las perspectivas de inflación. Esas dificultades se intensificaron a principios de 2016, haciendo necesaria una orientación aún más expansiva de nuestra política monetaria. En

marzo de 2016, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el programa de compra de activos tanto en volumen como en composición (incluyendo por primera vez bonos corporativos), recortar adicionalmente el tipo de interés de la facilidad de depósito, introducir una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico para incentivar en mayor medida la concesión de crédito bancario, y reforzar sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria. Con estas decisiones se reafirmó que el BCE no se va a rendir ante una inflación excesivamente baja, incluso en un escenario de presiones deflacionistas a escala mundial.

La segunda manera en que el BCE contribuyó a la confianza en 2015 fue respondiendo a las amenazas para la integridad de la zona del euro, relacionadas particularmente con lo ocurrido en Grecia en el primer semestre del año. La incertidumbre sobre el compromiso del nuevo Gobierno con su programa de ajuste macroeconómico cerró el acceso de las entidades de crédito y del Estado a los mercados, y llevó a los depositantes a intensificar la retirada de efectivo de los bancos. El Eurosistema ofreció un importante respaldo al sistema bancario griego mediante su provisión de liquidez de emergencia (ELA, en sus siglas en inglés).

El BCE actuó con plena independencia conforme a sus reglas. Esto quiere decir, por un lado, que nos aseguramos de no proporcionar financiación monetaria al Gobierno griego y de otorgar préstamos solo a entidades solventes con activos de garantía suficientes y, por otro, que velamos por que las decisiones con implicaciones importantes para la zona del euro fueran adoptadas por las autoridades políticas competentes. El enfoque seguido fue plenamente acorde con nuestro mandato: respetó el compromiso con la moneda única recogido en el Tratado, pero dentro de los límites impuestos por nuestros Estatutos.

Aunque los riesgos de cola se evitaron finalmente gracias al acuerdo relativo a un tercer programa alcanzado entre Grecia y los demás países de la zona del euro, este episodio puso de manifiesto la fragilidad de la zona y reafirmó la necesidad de completar nuestra Unión Monetaria. A este fin, en junio de 2015, como uno de los «Cinco Presidentes», contribuí a la elaboración de un informe en el que se recogían sugerencias concretas para avanzar en la reforma de la arquitectura institucional de la zona del euro. Si queremos lograr una unión más sólida —y evitar imponer una carga excesiva al banco central— estas sugerencias han de ponerse en práctica.

Por último, en 2015, el BCE reforzó también la confianza en sus propios procesos de adopción de decisiones mejorando su transparencia y su gobernanza. En enero comenzamos a publicar las reseñas de nuestras reuniones de política monetaria, lo que ha contribuido a que nuestras deliberaciones se entiendan mejor. Asimismo, empezamos a publicar las decisiones sobre provisión de liquidez de emergencia e importes concedidos, datos referidos a los saldos de TARGET2 y las agendas de los miembros del Comité Ejecutivo. En un contexto de medidas de política monetaria no convencionales, estas mejoras de la transparencia son indispensables para asegurar el cumplimiento pleno de nuestra obligación de rendir cuentas ante los ciudadanos.

Además, hemos mejorado nuestra gobernanza mediante un proyecto dirigido a optimizar el funcionamiento del BCE a medida que asumimos nuevas funciones y afrontamos nuevos retos. En 2015 empezamos a aplicar varias de sus recomendaciones, en particular, el nombramiento del primer Director General de Servicios, para apoyar la organización interna del banco.

El año 2016 no será menos complejo para el BCE. Tendremos que enfrentarnos a la incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales y a la persistencia de fuerzas deflacionistas, así como a cuestiones relativas a la dirección que seguirá Europa y su resistencia ante nuevas perturbaciones. En este contexto, el compromiso con nuestro mandato seguirá representando un ancla de confianza para los ciudadanos europeos.

Fráncfort del Meno, abril de 2016

Mario Draghi
Presidente

La economía de la zona del euro, la política monetaria del BCE y el sector financiero europeo en 2015

1 La economía de la zona del euro: entorno de baja inflación y tipos de interés reducidos

1.1 Entorno macroeconómico mundial

La economía de la zona del euro se vio particularmente afectada por tres aspectos clave del entorno internacional en 2015: la creciente divergencia entre la actividad económica en los países avanzados y en las economías emergentes; la debilidad histórica del comercio mundial, y unas presiones inflacionistas reducidas a escala global, debido a los nuevos descensos de los precios de la energía y a una capacidad productiva sin utilizar todavía elevada.

El crecimiento económico mundial se mantuvo moderado

La economía mundial continuó por una senda de recuperación gradual en 2015, aunque el crecimiento económico global se moderó ligeramente con respecto al año anterior. La leve mejora de la actividad económica en los países avanzados se vio contrarrestada con creces por la desaceleración que experimentaron las economías emergentes, con una heterogeneidad considerable entre países y regiones. Tras las fuertes recesiones que se registraron en algunas economías emergentes en la primera mitad del año, el crecimiento del PIB mundial se mantuvo moderado en términos históricos (véase gráfico 1).

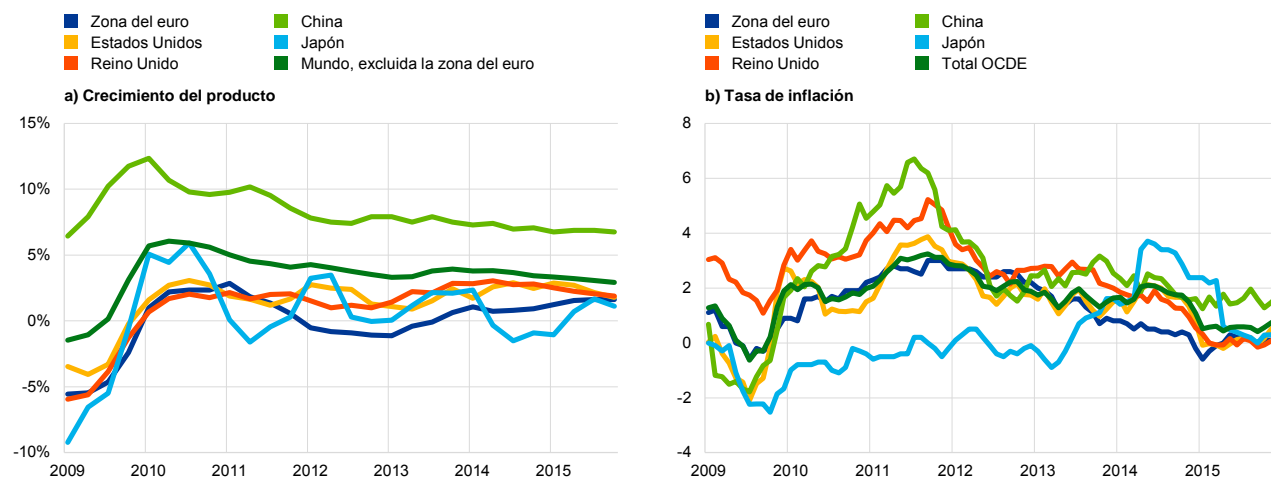
En los países avanzados, la actividad económica se mantuvo resistente durante el año, en un contexto caracterizado por unas condiciones de financiación todavía acomodaticias, por la mejora de los mercados de trabajo, por los reducidos precios del petróleo y por la disminución de los efectos adversos derivados de los procesos de desapalancamiento del sector privado y de consolidación fiscal. En cambio, el ritmo de crecimiento económico se ralentizó considerablemente en las economías emergentes, debido a la mayor incertidumbre, a obstáculos de carácter estructural (como los relacionados con cuellos de botella en las infraestructuras, un entorno empresarial poco favorable y a la ausencia de competencia en los mercados de trabajo y de productos) y al endurecimiento de las condiciones de financiación externa. En particular, el descenso de los precios de las materias primas provocó una fuerte desaceleración en las economías exportadoras de estas materias, mientras que el crecimiento mostró mayor capacidad de resistencia en los países importadores de materias primas. No obstante, la reducción de estos precios tuvo

un efecto positivo, en general, en la demanda mundial, ya que los países importadores de petróleo tienden a mostrar una mayor propensión al gasto que los países exportadores, si bien, en algunos casos, el impacto favorable sobre el consumo fue menor de lo esperado.

Gráfico 1

Principales indicadores de algunas economías

(tasas de variación interanual; datos trimestrales, datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y datos nacionales.

Notas: Los datos del PIB se han desestacionalizado. IAPC para la zona del euro y el Reino Unido; IPC para Estados Unidos, China y Japón.

Las condiciones de financiación a escala mundial continuaron siendo acomodaticias en general. La Reserva Federal aplazó el inicio de la fase de normalización de la orientación de su política monetaria hasta finales de 2015, mientras que tanto el Banco de Japón como el BCE continuaron aplicando una política monetaria expansiva. El Banco de Inglaterra no modificó su política monetaria. La volatilidad de los mercados financieros y la aversión al riesgo se mantuvieron en niveles relativamente reducidos durante la mayor parte del año. No obstante, en el tercer trimestre, una fuerte corrección de las cotizaciones de los mercados bursátiles chinos provocó un aumento considerable de la volatilidad. Aunque los efectos de contagio a la economía real fueron limitados, las perspectivas de creciente divergencia en la orientación de la política monetaria de las principales economías avanzadas y la preocupación de los mercados en torno a la solidez del crecimiento económico en las economías emergentes dio lugar a acusadas depreciaciones del tipo de cambio y salidas de capitales en varias de estas economías, especialmente en las que registran desequilibrios internos y externos significativos (véase también el recuadro 1).

Debilidad histórica del comercio mundial

Después de tres años de debilidad del crecimiento del comercio mundial, la tasa de crecimiento de las importaciones mundiales de bienes y servicios descendió aún más en la primera mitad de 2015, antes de recuperarse gradualmente hacia finales de año desde niveles muy bajos. En conjunto, la tasa de crecimiento interanual de

las importaciones mundiales en términos reales fue de solo un 1,7% en 2015, frente al 3,5% de 2014. Como en el caso del crecimiento del PIB, las economías emergentes fueron las que más contribuyeron a la atonía del comercio mundial, aunque algunas economías avanzadas también registraron un crecimiento extremadamente retraído temporalmente.

El crecimiento de las importaciones mundiales se mantiene por debajo de su media de largo plazo desde el segundo semestre de 2011. Aunque esta debilidad se debe, en parte, a la moderada recuperación a escala global y, por lo tanto, se trata hasta cierto punto de un fenómeno cíclico, la elasticidad del comercio mundial —es decir, la sensibilidad de las importaciones mundiales respecto al crecimiento del PIB— también ha sido excepcionalmente reducida durante los últimos cuatro años. Aunque el comercio avanzó a una tasa que casi duplicó la del PIB mundial en los 25 años anteriores a 2007, su tasa de crecimiento ha caído por debajo de la del PIB en los últimos años.

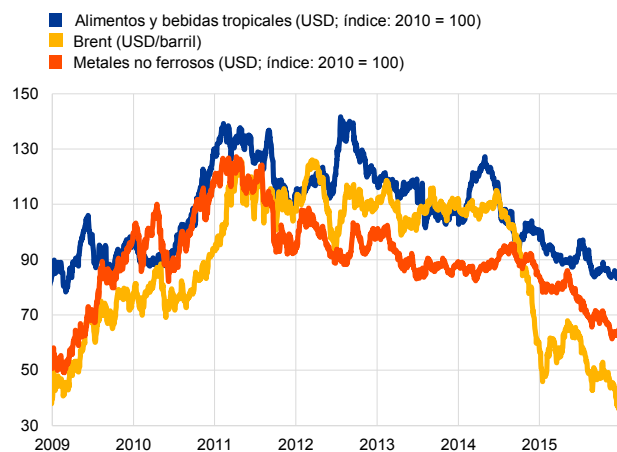
Las posibles causas de la persistente debilidad del comercio internacional son diversas. Por un lado, entre los factores cíclicos se incluye no sólo la lenta recuperación de la actividad económica global en general, sino también los cambios en la composición de la demanda del PIB mundial, ya que la demanda de componentes intensivos en importaciones (como la inversión) ha sido particularmente baja. Por otro, puede que los factores estructurales también desempeñen un papel destacado, entre ellos los desplazamientos de la actividad hacia sectores (como los servicios) y regiones (economías emergentes, en especial China) con menores elasticidades subyacentes del comercio y cambios en la participación en las cadenas de valor globales.

Los bajos precios de la energía afectaron a la inflación mundial

Gráfico 2

Precios de las materias primas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

La acusada caída de los precios de las materias primas —en particular de los precios de la energía— en el segundo semestre de 2014 contribuyeron de forma significativa a la reducción de la inflación mundial en 2015 (véase gráfico 2). En los países pertenecientes a la OCDE, la inflación interanual descendió hasta situarse en el 0,6% (frente al 1,7% de 2014), mientras que la tasa interanual de inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) en estos países disminuyó solo marginalmente, desde el 1,8% en 2014 hasta el 1,7% en 2015 (véase gráfico 1).

Aunque, en general, los precios del petróleo se mantuvieron reducidos, dichos precios experimentaron una volatilidad considerable durante 2015, tras descender de manera continuada de unos 112 dólares estadounidenses por barril en junio de 2014 a 46 dólares a mediados de enero de 2015. Después de

recuperarse temporalmente hasta mayo de 2015, los precios del crudo bajaron en el segundo semestre del año y siguieron reflejando el exceso de oferta en los mercados internacionales. Los países miembros de la OPEP mantuvieron su producción en cotas cercanas a niveles récord, aunque el crecimiento de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP disminuyó ligeramente en la segunda mitad del año. En particular, los precios más bajos y la menor inversión provocaron una reducción de la producción de petróleo de fuentes no convencionales (*shale oil*) en Estados Unidos, que todavía mostraba capacidad de resistencia, lo que llevó a cierta moderación del exceso de oferta. La demanda de crudo repuntó durante 2015, como consecuencia de unos precios más reducidos, pero siguió siendo demasiado débil como para mantenerse al ritmo de la oferta.

Los precios de las materias primas no energéticas continuaron bajando, debido a factores tanto de oferta como de demanda. La disminución de la demanda mundial, especialmente de China, el mayor demandante de determinadas materias primas metálicas, aumentó las presiones a la baja sobre los precios de las materias primas no energéticas. El descenso de los precios de los alimentos básicamente reflejó el incremento de la oferta. En conjunto, en dólares estadounidenses, los precios de los alimentos cayeron un 18%, mientras que el índice de precios de los metales retrocedió un 17% en 2015.

Además, el lento ritmo de cierre de las brechas de producción en los países avanzados y la ampliación de estas brechas en varias economías emergentes se tradujo en una abundante capacidad productiva sin utilizar a escala global, con lo que la inflación mundial se vio sujeta a más presiones bajistas. A escala de países, la inflación estuvo muy influenciada por la evolución de los tipos de cambio. Aunque la apreciación del dólar estadounidense y de la libra esterlina a principios de año generó presiones adicionales a la baja sobre la inflación en los respectivos países, algunas economías emergentes, como Rusia, Brasil y Turquía, tuvieron que hacer frente a presiones inflacionistas al alza derivadas de una fuerte depreciación de sus monedas.

Evolución heterogénea del crecimiento en las principales economías

En Estados Unidos, la actividad económica se mantuvo sólida y registró una tasa media de crecimiento del PIB real del 2,4% en 2015, sin variación con respecto al año anterior. Tras mostrar cierta debilidad a principios de año como consecuencia de factores transitorios como unas condiciones meteorológicas adversas y conflictos relacionados con el tráfico portuario, el crecimiento del PIB fue bastante vigoroso en el segundo y tercer trimestres, y estuvo impulsado principalmente por la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. Posteriormente, en el cuarto trimestre, la actividad económica se desaceleró de nuevo. El gasto en consumo privado siguió siendo elevado en un contexto de condiciones de financiación todavía acomodaticias, de precios más bajos del petróleo, de mejora de los balances de los hogares y de mayor confianza de los consumidores. El dinamismo subyacente del mercado de trabajo también continuó

siendo intenso, registrándose un nuevo descenso de la tasa de paro hasta situarse en el 5% al final del año. Como resultado de la fuerte caída de los precios de la energía y de la apreciación del dólar estadounidense desde el segundo semestre de 2014, la inflación permaneció en niveles extremadamente reducidos durante todo 2015. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 0,1%, en promedio, frente al 1,6% de 2014, mientras que la inflación subyacente medida por el IPC (excluidos la energía y los alimentos) básicamente no varió y fue del 1,8%.

La política monetaria mantuvo una orientación muy acomodaticia durante la mayor parte de 2015. Las previsiones de tipos de interés del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, en sus siglas en inglés) y los futuros sobre fondos federales se redujeron con el tiempo, ya que las expectativas de aumento de los tipos de interés oficiales se proyectaron hacia un futuro más lejano. En diciembre de 2015, el FOMC decidió elevar los tipos de interés de referencia de los fondos federales en una horquilla del 0,25% al 0,50%, la primera subida en más de nueve años. La orientación de la política fiscal fue básicamente neutral en el ejercicio fiscal 2015, y el déficit público se redujo ligeramente hasta situarse en el 2,5% del PIB, la ratio más baja desde 2007.

En Japón, el crecimiento del PIB real fue relativamente volátil durante el año. Después de registrar un fuerte avance a principios de año, la actividad económica se debilitó temporalmente en el segundo trimestre, antes de retornar a un crecimiento positivo, aunque moderado, en el segundo semestre del año. Esta recuperación se produjo en un contexto de repunte del consumo privado y de las exportaciones. El PIB real registró un avance del 0,7%, en promedio, en 2015, lo que representa una ligera aceleración con respecto a 2014, año en que Japón experimentó una severa recesión como consecuencia de una subida de los tipos del IVA. La desaparición de los efectos de base derivados de este aumento también llevó a una desaceleración de la inflación que, en promedio, se situó en el 0,8% (frente al 2,7% de 2014). De este modo, pese a que el Banco de Japón ha seguido aplicando un programa de expansión cuantitativa y cualitativa, la tasa de inflación todavía está muy por debajo del objetivo del 2%, aunque la inflación subyacente mostró algunas señales de aceleración hacia finales de año.

En el Reino Unido, la actividad económica experimentó una desaceleración moderada en 2015. Según estimaciones preliminares, el crecimiento interanual del PIB descendió hasta situarse en el 2,2% en 2015, frente a la tasa de casi el 3% de 2014. En concreto, el avance de la inversión en vivienda se ralentizó con respecto al ritmo muy rápido de crecimiento del año anterior. Los reducidos niveles de inflación contribuyeron al aumento de la renta disponible real de los hogares, favoreciendo así el consumo privado y el crecimiento del PIB. En comparación con el año anterior, el mercado de trabajo continuó fortaleciéndose y la tasa de paro disminuyó hasta situarse próxima al 5% al final de 2015. Se lograron nuevos progresos en el ámbito de la consolidación fiscal, y se estima que el déficit de las Administraciones Públicas cayó hasta situarse aproximadamente en el 4,5% del PIB en 2015. La inflación se redujo en comparación con el año anterior, fluctuando en torno al 0% durante 2015, como consecuencia de los bajos precios de la energía y de los alimentos, así como de la apreciación de la libra esterlina. Durante 2015, el Comité

de Política Monetaria del Banco de Inglaterra continuó con la orientación acomodaticia de su política monetaria, manteniendo el tipo de interés oficial en el 0,5% y el importe del programa de compra de activos en 375 mm de libras.

En China, la desaceleración gradual de la economía continuó en un contexto de crecimiento más lento de la inversión y de mayor debilidad de las exportaciones. El crecimiento interanual del PIB descendió hasta situarse en el 6,8% en 2015, frente al 7,3% del año precedente. Durante el verano, los mercados bursátiles chinos experimentaron una fuerte corrección tras las muy elevadas ganancias obtenidas los meses anteriores, suscitando dudas sobre la estabilidad financiera y las perspectivas de crecimiento económico en este país y en otras economías emergentes. Con todo, el impacto de la corrección de los mercados bursátiles sobre el entorno macroeconómico y la estabilidad financiera fue bastante limitado. Para abordar la caída de la inflación medida por el IPC (desde el 2% en 2014 hasta el 1,5% en 2015) y para contribuir a la estabilización del crecimiento, el Banco Central de la República Popular China continuó aplicando medidas de relajación de la política monetaria que puso en marcha en noviembre de 2014, con varios recortes adicionales de los tipos de interés de referencia y del coeficiente de reservas durante 2015. Además, se introdujeron reformas adicionales para reforzar el papel desempeñado por las fuerzas del mercado en la determinación del tipo de cambio, lo que condujo a una depreciación del renminbi —y de las monedas de otras economías emergentes— frente al dólar estadounidense y a un rebrote de la volatilidad en los mercados bursátiles en las semanas posteriores a la decisión. En cuanto a la política fiscal, se incrementó el gasto en infraestructuras públicas a fin de apoyar la inversión total.

El euro continuó depreciándose

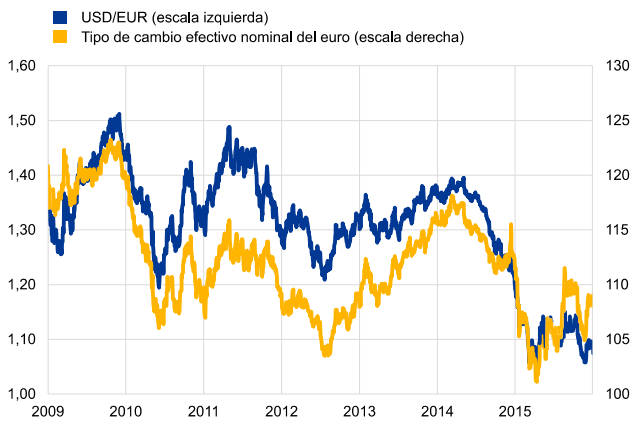
Durante 2015, el tipo de cambio del euro se depreció en términos efectivos nominales, y su evolución continuó reflejando, en gran medida, las distintas posiciones cíclicas y orientaciones de la política monetaria de las principales economías. Dicha evolución se caracterizó por cuatro fases diferentes. En el primer trimestre de 2015, el euro se depreció considerablemente antes del anuncio de la ampliación del programa de compra de activos por parte del BCE. En el segundo trimestre, la moneda única se estabilizó, aunque registró episodios ocasionales de volatilidad relacionados con el desarrollo de las negociaciones entre Grecia y sus acreedores internacionales, así como con los cambios en las expectativas de los mercados en torno al momento en que se incrementarían los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal de Estados Unidos. Durante el verano, el euro experimentó una acusada apreciación en un entorno de mayor aversión al riesgo a escala global y de incertidumbre sobre la evolución de China y, más en general, de las economías emergentes. En el cuarto trimestre, el euro volvió a depreciarse como consecuencia de las renovadas expectativas de una mayor divergencia en la orientación de la política monetaria a ambos lados del Atlántico.

El tipo de cambio efectivo nominal del euro (medido frente a las monedas de los 38 principales socios comerciales) se depreció más del 3% en términos interanuales

Gráfico 3

Tipo de cambio del euro

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: Tipo de cambio efectivo nominal frente a los 38 principales socios comerciales.

(véase gráfico 3). Bilateralmente, la moneda única se debilitó considerablemente frente al dólar estadounidense (-11%). En consonancia con esta evolución, el euro siguió depreciándose frente a las monedas vinculadas al dólar estadounidense, como el renminbi chino (-6,5%), y también se depreció frente a la libra esterlina (-5,9%) y el yen japonés (-10,3%). En cambio, el euro registró una acusada apreciación frente al real brasileño (+29,2%) y el rand sudafricano (+18,9%).

Por lo que respecta a las monedas europeas que mantienen lazos estrechos con el euro, en la actualidad, la corona danesa es la única moneda europea que participa en el MTC II, tras la incorporación de Lituania a la zona del euro el 1 de enero de 2015. La moneda danesa siguió cotizando próxima a su paridad central en el MTC II, mientras que el Danmarks Nationalbank redujo los tipos de interés

oficiales en cuatro ocasiones en enero y febrero de 2015. Tras el anuncio del Banco Nacional de Suiza el 15 de enero de 2015 de que abandonaría el tope máximo impuesto a su moneda de 1,20 francos suizos por euro, el euro se depreció de manera acusada frente al franco suizo, para cotizar ligeramente por encima de su paridad posteriormente. La leva búlgara mantuvo el tipo de cambio fijo frente al euro, mientras que la moneda única se debilitó moderadamente frente a las monedas de los Estados miembros de la UE con regímenes de tipo de cambio flotante, entre ellas la corona checa (-2,6%), el esloti polaco (-0,2%), la corona sueca (-2,2%) y la kuna croata (-0,3%).

Recuadro 1

Tensiones financieras en las economías emergentes

La preocupación en torno a las perspectivas de crecimiento económico de China y de las economías emergentes en términos más generales, así como el aumento de las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos llevaron a un período de mayor volatilidad en los mercados financieros de las economías emergentes en 2015. Varios países registraron considerables salidas de capitales de los mercados nacionales de renta fija y de renta variable, junto con un incremento de los diferenciales de renta fija privada y de la deuda soberana, y fuertes presiones depreciatorias sobre la moneda local. En un intento de hacer frente a estos factores adversos, varios bancos centrales realizaron intervenciones a gran escala en los mercados de divisas mediante ventas de reservas de moneda extranjera. Las tensiones alcanzaron su momento más álgido a finales de agosto de 2015, cuando una acusada corrección de los mercados bursátiles chinos provocó un notable aumento de la aversión al riesgo a escala mundial con importantes repercusiones en los mercados financieros internacionales, incluidos los de la zona del euro.

Gráfico A

Tensiones financieras en las principales economías emergentes

(datos mensuales)



Fuentes: Haver, Institute of International Finance y cálculos del BCE.

Notas: El indicador de tensiones financieras en las economías emergentes combina información de diferentes series temporales de los mercados financieros: 1) flujos de cartera hacia los mercados de renta fija y de renta variable (Institute of International Finance); 2) evolución de los tipos de cambio nominales bilaterales frente al dólar estadounidense (Reserva Federal); 3) variaciones de los diferenciales de renta fija en los mercados locales frente al rendimiento de los bonos de Estados Unidos (Índice de bonos de mercados emergentes de JP Morgan), y 4) variaciones de las tenencias de reservas exteriores de divisas (International Financial Statistics del FMI). El indicador corresponde a una media móvil de tres meses del primer componente principal, que explica en torno al 50% de la variación total del conjunto de datos original. Los valores positivos/negativos del indicador señalan niveles de tensión superiores/inferiores a la media de largo plazo. La muestra de países incluye Brasil, China, India, Indonesia, México, Sudáfrica, Corea del Sur, Tailandia y Turquía. Los datos son mensuales y abarcan el período transcurrido desde enero de 2005. La observación más reciente corresponde a diciembre de 2015.

Las tensiones financieras en las principales economías emergentes llegaron a un punto álgido en el tercer trimestre de 2015, alcanzando cotas muy elevadas también desde una perspectiva de largo plazo. En el gráfico A se presenta un indicador agregado de las tensiones financieras en las economías emergentes que combina información sobre flujos de cartera, la evolución de los tipos de cambio, variaciones de los diferenciales de renta fija en los mercados locales y cambios en las tenencias de reservas exteriores. Este indicador alcanzó un máximo en septiembre de 2015, situándose en el segundo nivel más elevado de los diez últimos años y superando las elevadas cotas observadas durante el episodio de inquietud en los mercados (conocido como *taper tantrum*) de mediados de 2013. Solo las perturbaciones observadas inmediatamente después de la crisis financiera mundial de finales de 2008 generaron niveles más altos de tensión. En términos de los componentes individuales del indicador agregado, las fuertes tensiones de 2015 se vieron impulsadas fundamentalmente por la evolución de los tipos de cambio y, en menor medida, por la reducción de las reservas oficiales de divisas. Tras la caída del mercado

bursátil chino a finales de agosto de 2015, las economías emergentes también experimentaron importantes salidas de fondos de los mercados de renta variable, lo que contribuyó a que las tensiones financieras alcanzaran su máxima intensidad en septiembre de 2015.

Aunque las crecientes expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos contribuyeron al aumento de la volatilidad en los mercados financieros en 2015, posiblemente no fueron el principal factor desencadenante. Las expectativas de subida de los tipos de interés en Estados Unidos dieron lugar a una apreciación generalizada del dólar estadounidense en 2015 y a una mayor volatilidad en los mercados de divisas. Al mismo tiempo, el aumento de los tipos de interés en diciembre de 2015 fue ampliamente anticipado por los mercados y en gran parte ya se había descontado desde principios de año. Por otra parte, a diferencia de lo que sucedió durante el episodio del *taper tantrum*, los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años de Estados Unidos no mostraron una tendencia alcista clara en 2015 y la prima por plazo se mantuvo en niveles muy comprimidos.

En cambio, la acusada volatilidad observada en los mercados financieros de las economías emergentes en 2015 tuvo su origen en mayor medida en la preocupación acerca de las consecuencias de la ralentización del crecimiento en China y en el desplome de los precios de las materias primas. Por ejemplo, tras la corrección del mercado bursátil chino en agosto de 2015, algunas economías emergentes exportadoras netas de materias primas experimentaron acusadas

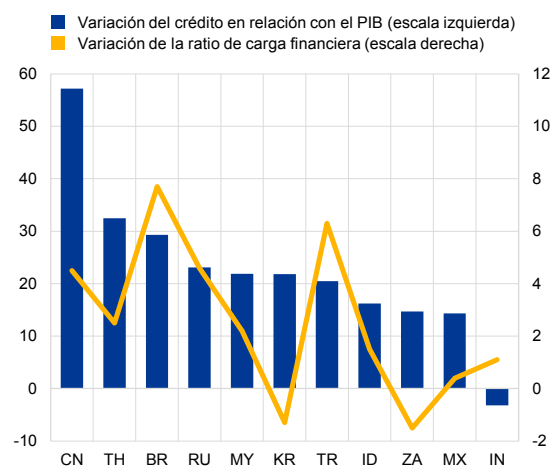
depreciaciones de sus monedas, al igual que las de las economías con fuertes vínculos comerciales con China, entre ellas Chile, Indonesia, Malaysia y Tailandia.

Al mismo tiempo, las vulnerabilidades existentes y la inquietud sobre las menores perspectivas de crecimiento también han contribuido a las tensiones en los mercados financieros. El crecimiento de la mayoría de las economías emergentes se ha moderado en los últimos años, debido tanto a factores cíclicos como a obstáculos de carácter estructural, y afrontan menores perspectivas de avance en los próximos años. Además, se ha mantenido la percepción de fragilidad de algunas de las economías ya consideradas débiles durante el episodio del *taper tantrum* de 2013. Brasil, Indonesia y Sudáfrica continuaron registrando déficits gemelos (presupuestario y por cuenta corriente), al igual que a principios de 2013, y Brasil y Sudáfrica también se vieron afectadas por una inflación elevada y una disminución del crecimiento. Asimismo, Turquía siguió mostrando considerables desequilibrios externos, junto con unos niveles altos de inflación y de crecimiento del crédito. El desplome de los precios de las materias primas ha afectado negativamente a los países exportadores netos, Rusia y Brasil entre ellos. En Rusia, la actual desaceleración se ha visto exacerbada por las sanciones económicas y por los bajos precios del petróleo, que han sumido a la economía en una profunda recesión. En cambio, India ha conseguido corregir parte de sus vulnerabilidades en comparación con 2013 y ha reducido la tasa de inflación y el déficit por cuenta corriente gracias a las diversas medidas de estabilización y de fomento del crecimiento introducidas por las autoridades.

Gráfico B

Variaciones del crédito en relación con el PIB y de la ratio de carga financiera

(I TR 2010 — II TR 2015; puntos porcentuales del PIB; puntos porcentuales)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y cálculos del BCE.

Notas: El crédito se refiere al crédito total proporcionado al sector no financiero por entidades de crédito nacionales, todos los demás sectores de la economía y no residentes; en términos de instrumentos financieros, incluye la deuda denominada «core debt», definida como préstamos, valores representativos de deuda y efectivo y depósitos. La ratio de carga financiera refleja el porcentaje de ingresos utilizado para atender el pago de la deuda del sector privado no financiero. Al final de este informe figura una lista de abreviaturas de países.

forma significativa la financiación externa en dólares estadounidenses, lo que les hace vulnerables a nuevas apreciaciones de esta moneda.

El rápido crecimiento del crédito también ha hecho que muchas economías emergentes sean vulnerables a un endurecimiento de las condiciones de financiación a escala mundial. Las holgadas condiciones de financiación han contribuido a una rápida expansión del crédito en muchos de estos países en los últimos años (véase gráfico B). En China, donde el rápido incremento del crédito ha respaldado los elevados flujos de inversión, el crédito al sector privado no financiero se situó en un nivel de aproximadamente el 200% del PIB en 2015. Pese a los reducidos tipos de interés, el incremento de los niveles de deuda han impulsado al alza las ratios de carga financiera de los hogares y las empresas en muchas economías emergentes, lo que apunta a un aumento de los riesgos para la estabilidad financiera, en particular si el endurecimiento de las condiciones globales de financiación provocara subidas adicionales de los tipos de interés. Además, en los últimos años, varias economías emergentes han incrementado de

En general, el episodio de tensiones financieras de 2015 ha puesto de manifiesto las vulnerabilidades de algunas economías emergentes y la necesidad de abordarlas, especialmente en el contexto del probable endurecimiento de las condiciones de financiación a escala global y las menores perspectivas de crecimiento de estos países.

1.2 Evolución financiera

En 2015 la evolución financiera de la zona del euro estuvo marcada, en gran medida, por las decisiones de política monetaria del BCE y, en particular, por el programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés). Como consecuencia, los tipos de interés del mercado monetario, los rendimientos de la deuda pública y el coste de la financiación externa de las sociedades no financieras continuaron cayendo hasta registrar nuevos mínimos históricos. Las condiciones financieras de los hogares también siguieron mejorando.

Los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro se redujeron en un contexto de aumento del exceso de liquidez

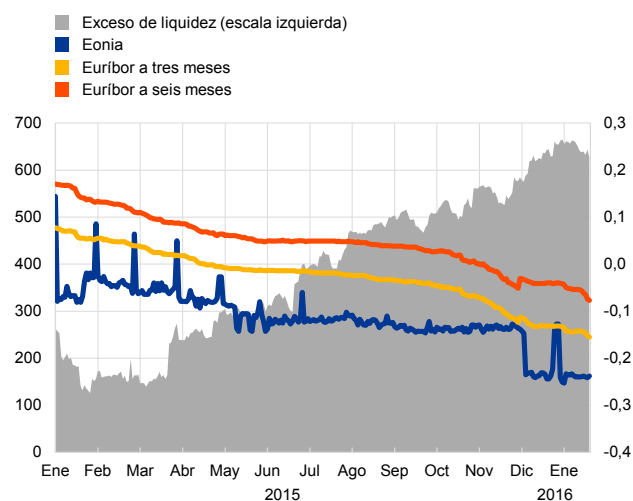
Los tipos de interés del mercado monetario siguieron reduciéndose en 2015, al principio debido a la transmisión continuada del tipo de interés negativo de la facilidad de depósitos, que se introdujo por primera vez en junio de 2014. Las

estrategias iniciales de los inversores para evitar los tipos de interés negativos mediante la búsqueda de rentabilidad a plazos algo más largos, la adquisición de valores de alta calidad y, en menor medida, la asunción de más riesgo de crédito, se fueron agotando progresivamente a medida que se ajustaron los precios. Además, las fricciones en los mercados asociadas a la transición a tipos negativos fueron desapareciendo gradualmente.

Las inyecciones de liquidez mediante medidas de política monetaria no convencionales ejercieron presiones adicionales a la baja sobre los tipos del mercado monetario. En concreto, el APP y las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) fueron los principales determinantes del aumento del exceso de liquidez. Con un exceso de liquidez por encima de 650 mm de euros al final del año, los tipos de interés fueron cada vez más negativos (véase gráfico 4), y la actividad se redujo en determinados segmentos del mercado monetario de la zona del euro.

Gráfico 4
Tipos de interés del mercado monetario y exceso de liquidez

(mm de euros; porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden al 11 de enero de 2016.

Durante el período previo a la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre de 2015, los tipos de interés del mercado monetario cayeron a niveles aún más bajos, reflejando las expectativas de los mercados de una mayor relajación monetaria. El 3 de diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito a -30 puntos básicos y amplió el APP al menos hasta marzo de 2017. Como consecuencia, las curvas de rendimientos del mercado monetario continuaron desplazándose gradualmente a la baja.

En conjunto, pese a la preocupación inicial, la transición de un amplio conjunto de tipos de interés de referencia a niveles negativos fue fluida, incluyendo la transmisión a los plazos más largos, como el euríbor a seis meses. El euríbor a tres meses y el euríbor a seis meses pasaron a registrar valores negativos en abril y en noviembre, respectivamente, y se situaron en -13 puntos básicos y -4 puntos básicos, respectivamente, al cierre de 2015.

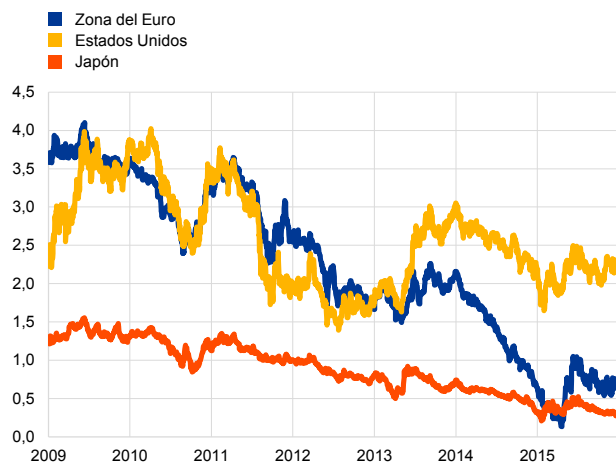
Los rendimientos de la deuda pública registraron mínimos históricos

El mercado de deuda pública de la zona del euro estuvo fuertemente influido por el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) (véase gráfico 5)¹. En primer lugar, como consecuencia del anuncio y de la aplicación del

PSPP, los rendimientos de la deuda a largo plazo con calificación AAA continuaron con las caídas iniciadas en 2014 hasta registrar nuevos mínimos históricos en primavera. Posteriormente, los rendimientos aumentaron hasta mediados de 2015, debido a sorpresas positivas en relación con las perspectivas económicas de la zona del euro, a factores de mercado de carácter técnico y a un proceso de aprendizaje en el que el mercado se adaptó a la implementación del PSPP. En la segunda mitad de 2015, los rendimientos reanudaron su descenso, mientras que la persistencia de riesgos a la baja para las perspectivas de inflación hizo que el BCE incrementara el grado de acomodación de la política monetaria, que incluyó una ampliación del APP. En conjunto, la media en el año del rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro alcanzó un mínimo histórico del 0,6%. Este nivel es notablemente inferior al de las medias de años anteriores y también está significativamente por debajo de la media del 2,1% registrada en Estados Unidos, pero se sitúa por encima del 0,4% observado en Japón.

Gráfico 5
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

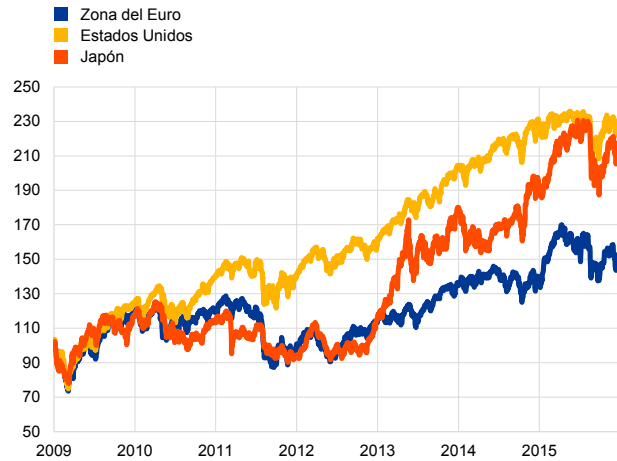
Notas: Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se refieren a los bonos a diez años o al vencimiento disponible más próximo a este plazo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en los datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que incluye bonos de Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

¹ Véase también el recuadro 6 de este informe, titulado «La transmisión de las medidas de política monetaria a los mercados financieros y a la economía real».

Gráfico 6

Principales índices bursátiles

(Índice: 1 de enero de 2009 = 100; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

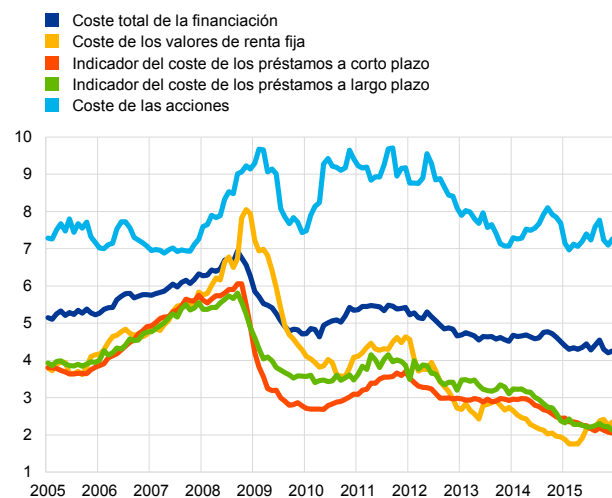
Nota: Los índices utilizados son el Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

de las carteras de los inversores, que pusieron sus miras en activos de mayor riesgo. En consecuencia, en primavera el índice EURO STOXX se había revalorizado casi un 25% (véase gráfico 6). Sin embargo, a mediados de 2015, la volatilidad se intensificó y las cotizaciones cayeron, como reflejo de la incertidumbre

Gráfico 7

Coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos obtenidos de las cuentas de la zona del euro. El coste de las acciones se mide mediante un modelo de descuento de dividendos de tres etapas utilizando información del índice bursátil no financiero de Datastream. Las observaciones más recientes corresponden a noviembre de 2015.

La evolución de los diferenciales de deuda pública dentro de la zona del euro se mantuvo relativamente contenida en términos interanuales, aunque mostró cierta heterogeneidad entre países. Al mismo tiempo, los diferenciales permanecieron en niveles comparables a los observados antes del comienzo de la crisis de la deuda soberana.

Las cotizaciones subieron en un entorno de mayor volatilidad

Los mercados de renta variable de la zona del euro también se vieron afectados por el PSPP. Al principio, los precios de las acciones aumentaron sustancialmente ante la expectativa, y después del anuncio, del PSPP, ya que la disminución de los rendimientos de la renta fija favoreció en gran medida a las cotizaciones de la zona del euro, mediante la reducción de los tipos de descuento y la recomposición

en torno a los acontecimientos en Grecia y de los acusados descensos de las cotizaciones en China, lo que, unido a la rápida caída de los precios del petróleo, suscitó inquietud acerca de las perspectivas económicas mundiales. No obstante, los mercados de renta variable de la zona del euro registraron subidas en otoño —en parte porque esta inquietud generó expectativas de que la orientación de la política monetaria de los principales bancos centrales, incluido el BCE, sería acomodaticia—, y cerraron el año con una ganancia de alrededor del 8%.

El coste nominal de la financiación externa de las sociedades no financieras también registró un mínimo histórico

Al reducir el coste de los valores de renta fija y de las acciones, el anuncio del PSPP también contribuyó a que el coste nominal total de la financiación externa de las sociedades no financieras registrara un nuevo mínimo histórico en febrero de 2015 (véase gráfico 7). En concreto, la relajación de las condiciones de financiación de las entidades de crédito como consecuencia del

PSPP y de las TLTRO ayudó a rebajar adicionalmente el coste de los préstamos bancarios para las sociedades no financieras. Habida cuenta del peso de los bancos en la intermediación financiera en la zona del euro, la disminución del coste de la financiación bancaria desempeñó un importante papel en la reducción del coste nominal total de la financiación externa, y compensó el aumento del coste de financiación mediante valores de renta fija en la segunda mitad del año y el repunte del coste de las acciones asociado a la evolución de los mercados bursátiles a mediados de 2015. Cabe destacar que la disparidad de los costes de la financiación externa entre los distintos países de la zona del euro volvió a atenuarse durante 2015, dado que la transmisión del mayor grado de acomodación de la política monetaria por parte del BCE se reforzó en los países más afectados por la crisis.

Aumento del flujo de la financiación externa

Los reducidos costes de financiación, tanto nominales como reales, unidos a una mejora del acceso a la financiación y al fortalecimiento de la economía, se

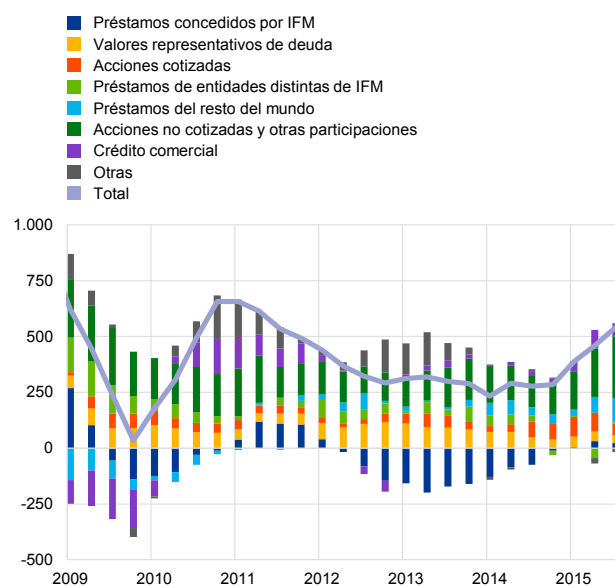
tradujeron en un aumento significativo del recurso de las sociedades no financieras a la financiación externa en los tres primeros trimestres de 2015 (véase gráfico 8). Los principales determinantes de este aumento general fueron los préstamos bancarios, la emisión de acciones no cotizadas y el crédito comercial, mientras que es muy probable que el fuerte crecimiento sostenido de los beneficios no distribuidos frenara en cierto modo la emisión de valores. Cabe señalar que las sociedades no financieras incrementaron su recurso a los préstamos bancarios en 2015 por primera vez en cuatro años, lo que refleja tanto el fortalecimiento de la oferta de crédito como el aumento continuado de su demanda. La oferta de crédito repuntó debido a la relajación de las condiciones de financiación de las entidades de crédito y a la mejora del perfil de riesgo/rentabilidad de los préstamos en comparación con otros activos². A su vez, la demanda de crédito se vio sustentada por la persistente disminución del coste de los préstamos en un entorno de fortalecimiento de las perspectivas económicas. Además del avance que registraron los préstamos bancarios, la emisión de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas se incrementó de forma considerable entre enero y abril de 2015, tras el anuncio del PSPP, pero

se moderó en el segundo semestre del año ante el encarecimiento de la financiación en los mercados.

Gráfico 8

Cambios en las fuentes de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(sumas de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

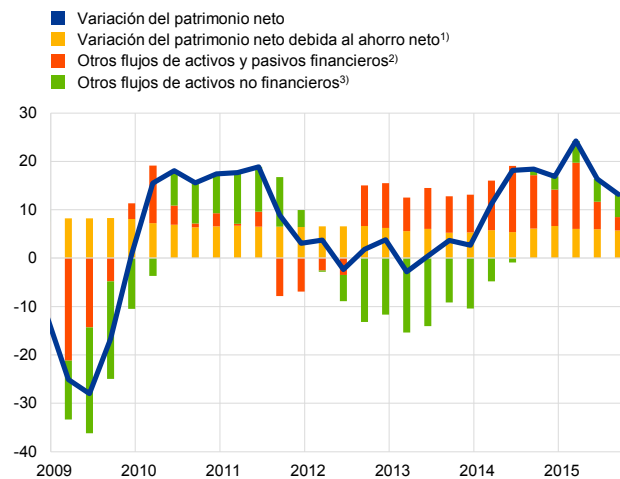
Notas: Los préstamos de las IFM y de entidades distintas de IFM (otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones) están corregidos por titulizaciones y otras transferencias. «Otras» es la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico. Incluye préstamos entre empresas. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2015.

² Para más información sobre la relajación de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, véase también la sección 1.5 del capítulo 1, en la que se presentan los resultados recientes de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Gráfico 9

Variación del patrimonio neto de los hogares

(sumas de cuatro trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos sobre activos no financieros son estimaciones del BCE. La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2015.

1) Esta partida incluye el ahorro neto, las transferencias de capital netas recibidas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

2) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en acciones y otras participaciones.

3) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios (incluidos terrenos).

El patrimonio neto de los hogares continuó aumentando

El bajo nivel de los tipos de interés y el elevado nivel de los precios de los activos, que también tuvo su reflejo en la evolución de los precios de la vivienda, aumentaron el patrimonio neto de los hogares de la zona del euro en 2015 (véase gráfico 9).

Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro se mantuvieron próximos a sus mínimos históricos en todas las categorías de préstamo, pero continuaron variando entre países y tipo de préstamo. La financiación bancaria del sector hogares se recuperó a un ritmo moderado.

Recuadro 2

¿Por qué los tipos de interés se encuentran en niveles tan bajos?

Los tipos de interés nominales de la zona del euro se encuentran actualmente en mínimos históricos, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación próximo al 0% y el de la facilidad de depósito en nivel negativo. Durante el pasado año y medio, la curva de rendimientos de la zona del euro se desplazó hacia abajo y adoptó un perfil más plano (véase gráfico A).

Dado que esta dinámica es, a todas luces, altamente inusual en las economías avanzadas, es importante entender por qué los tipos de interés se encuentran en niveles tan reducidos. El hecho de que los tipos de interés estén muy bajos no está determinado únicamente por la decisión del banco central, ya que también intervienen factores internacionales y propios de la zona del euro, algunos de los cuales son de carácter secular y a largo plazo, mientras que otros están relacionados con el legado de la crisis financiera³.

Si bien la política monetaria no puede hacer frente a estas fuerzas a más largo plazo que afectan a la economía, debe responder a las presiones desinflacionistas que generan. Si es acorde con su mandato, el banco central también puede actuar ante la debilidad adicional de la demanda agregada como consecuencia de la crisis. Ello se consigue aproximando el tipo de interés lo más posible a lo que se conoce como el tipo de interés de «equilibrio», es decir, el tipo de interés al que

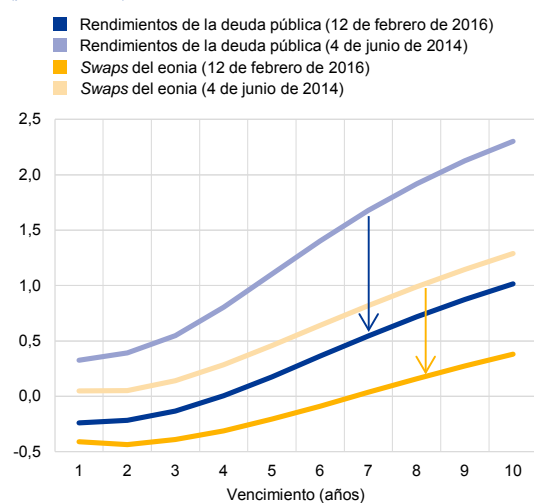
³ Véase también C. Bean, C. Broda, T. Ito y R. Kroszner, «Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates», *Geneva Reports on the World Economy* 17, Centro Internacional de Estudios Monetarios y Bancarios, octubre de 2015.

la economía utiliza plenamente los recursos productivos y la inflación se mantiene estable alrededor del nivel más compatible con el objetivo de estabilidad de precios del banco central. Dada la severidad de la crisis, este objetivo no podía alcanzarse únicamente con medidas de política monetaria convencionales, sino que también eran necesarias medidas no convencionales. De cara al futuro, la estabilidad de precios creará las condiciones para que los tipos de interés aumenten de nuevo y converjan gradualmente hacia niveles más normales.

Gráfico A

Curva de rendimientos sintéticos de la deuda pública de la zona del euro y curva de tipos *swap* del eonia

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

Con este trasfondo, en este recuadro se analizan los determinantes de los bajos tipos de interés en la zona del euro y se examinan algunas de sus implicaciones para las entidades de crédito y los ahorradores. Aunque la orientación acomodaticia de la política monetaria está claramente justificada para respaldar la recuperación y la inflación y está resultando ser eficaz, como muestran la reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y la mayor disponibilidad de crédito para las empresas y los hogares, los bajos tipos de interés pueden afectar a quienes son más dependientes de los ingresos por intereses, como los titulares de cuentas de ahorro. Asimismo, los bajos tipos de interés pueden tener efectos indirectos no deseados, como estimular la asunción excesiva de riesgos en los mercados financieros. Por tanto, es importante entender las causas subyacentes de los tipos de interés persistentemente bajos,

sobre todo porque estos pueden estar vinculados a factores que se escapan del control de la política monetaria.

Determinantes de los bajos tipos de interés

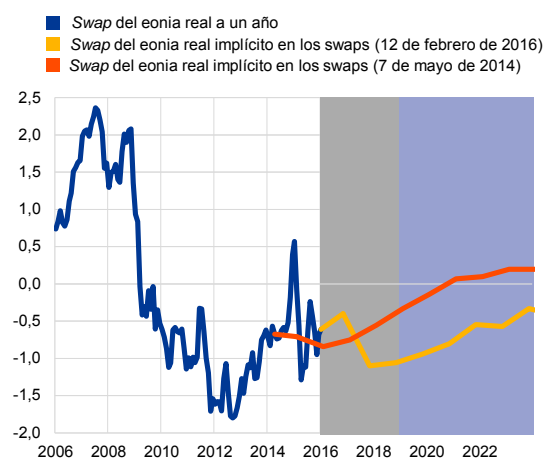
Para entender mejor los distintos factores determinantes de los bajos tipos de interés, resulta útil desglosar los rendimientos nominales a largo plazo en cuatro componentes: inflación prevista durante la vida del activo, trayectoria esperada de los tipos de interés reales a corto plazo, prima de riesgo de inflación y prima real por plazo, que en conjunto representan la compensación que requieren los inversores para tener en cartera valores de renta fija a largo plazo en vez de renovar los valores a corto plazo. En resumen, todos estos componentes han contribuido a los muy reducidos niveles de tipos de interés a largo plazo que se observan actualmente.

Desde una perspectiva de largo plazo, los rendimientos nominales de la renta fija a largo plazo han seguido una tendencia descendente en todas las principales economías avanzadas desde los años ochenta. Ello es reflejo, en parte, de las mejoras introducidas en los marcos de política monetaria adoptados por los bancos centrales, que han rebajado las expectativas de inflación a largo plazo y han comprimido las primas de inflación, factores ambos que han contribuido a reducir los rendimientos nominales.

Gráfico B

Trayectoria implícita en los mercados del tipo real a un año en la zona del euro

(porcentajes)



Fuente: BCE.

El componente real también explica el descenso de los tipos de interés nominales a largo plazo, como ponen de manifiesto los tipos de interés reales *forward* situados en niveles negativos hasta un futuro lejano (véase gráfico B). Dado que el tipo de interés real *forward* incluye el tipo de interés real esperado y la prima por plazo real, se ha demostrado que el tipo de interés real esperado a horizontes suficientemente lejanos del presente, después de eliminar la prima *forward*, es una aproximación (*proxy*) del tipo de interés real de equilibrio⁴.

Una parte de la caída de los tipos de interés reales a nivel global puede deberse a fuerzas de largo plazo; la otra parte obedece a una dinámica de carácter más cíclico. Si se utiliza el modelo de crecimiento de Solow para organizar las distintas fuerzas que determinan los tipos de

interés reales a largo plazo, estas fuerzas estarían relacionadas, en última instancia, con el crecimiento de la productividad y de la población y con el comportamiento del ahorro. La intuición indicaría que estas fuerzas determinan la inversión y, por tanto, la demanda de fondos prestables, que tienen que ser igualados por el ahorro. Visto en larga retrospectiva, el crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) y de la población se ha ido ralentizando en la zona del euro durante décadas. También es posible que haya aumentado la propensión al ahorro a nivel global.

Además de los efectos de las citadas fuerzas de largo plazo, hay otros factores que afectan a los tipos de interés reales y están relacionados más directamente con la crisis financiera mundial. En particular, la zona del euro sigue intentando salir de una «recesión de balances» (*balance sheet recession*), en la que un sobreendeudamiento severo crea las condiciones para una desaceleración aguda, que a su vez precisa de un desapalancamiento sustancial y prolonga la duración de la atonía.

El último componente que afecta a los tipos de interés a largo plazo es la prima por plazo. En este caso también se han combinado fuerzas a más largo plazo con una dinámica más cíclica relacionada con la crisis financiera para reducir los tipos de interés nominales. Las primas por plazo en la zona del euro se han comprimido debido a las compras de valores por parte del

⁴ Para más información, véase A. Bomfim, «Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?», Federal Reserve Board, julio de 2001.

Eurosistema, así como a factores como la oferta y la demanda de activos seguros a escala mundial.

En conjunto, los bajos tipos de interés son, en última instancia, una consecuencia de la debilidad de las tendencias a largo plazo, unida a las implicaciones cíclicas de una compleja crisis financiera y una atonía macroeconómica extraordinariamente duradera. Prever la persistencia de estas influencias conlleva una incertidumbre considerable. Aunque las fuerzas de más largo plazo que determinan el prolongado descenso de los tipos de interés reales se escapan del control de la política monetaria, el mandato de un banco central es garantizar que la inflación vuelva a situarse, y se estabilice, en torno al objetivo del banco central, lo que a su vez ayudará a que la economía se sitúe en una senda de crecimiento sostenible en la que la holgura cíclica se reabsorba. En la actualidad, este mandato motiva políticas que pueden ejercer presión a la baja sobre los tipos de interés en toda la estructura de plazos, de forma que las condiciones de financiación se mantengan en niveles lo suficientemente acomodaticios como para garantizar que las condiciones económicas y la inflación se normalicen en un horizonte de medio plazo.

En efecto, la evidencia sugiere que las medidas del BCE, al haber mantenido los tipos de interés a corto plazo actuales y previstos anclados en su límite inferior efectivo y haber comprimido el componente de prima real por plazo de los tipos de interés a largo plazo, están transmitiendo sus efectos en el sistema financiero. Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras han seguido disminuyendo, mientras que el crecimiento del crédito se va recuperando gradualmente, pese a mantenerse débil (véase sección 1.5 de este capítulo).

Así pues, el actual tono acomodaticio de la política monetaria del BCE es un recurso necesario y efectivo para garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. Habida cuenta de que el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece que la estabilidad de precios es el objetivo primordial de la política monetaria de la zona del euro, la actual orientación de la política monetaria del BCE es plenamente acorde con su mandato.

Recuadro 3

¿Qué implicaciones tienen los bajos tipos de interés para las entidades de crédito y los ahorradores?

Es importante vigilar si la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE tiene efectos indirectos negativos sobre las entidades de crédito y los ahorradores. Mientras que el mandato de la estabilidad de precios, contemplado en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, no puede quedar comprometido frente a otras consideraciones de política monetaria, el riesgo de los efectos indirectos puede mitigarse estableciendo las salvaguardas adecuadas y poniendo de relieve otras áreas de política económica en las que deberían redoblarse los esfuerzos para afrontar las debilidades subyacentes de la economía y del sistema financiero de la zona del euro. Algunas preocupaciones comunes relativas a los posibles efectos indirectos de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE y del entorno de bajos tipos de interés se centran en su impacto en la rentabilidad de las entidades de crédito y en la remuneración del ahorro.

Un impacto potencialmente adverso sobre el sector financiero suele ir asociado al efecto que puede ejercer un entorno de bajos tipos de interés —y, en especial, las compras de activos de los bancos centrales y el aplanamiento de la curva de rendimientos que propician— sobre la rentabilidad bancaria. En otras palabras, el modelo de negocio tradicional de transformación de plazos de las entidades de crédito (financiando la adquisición de activos a largo plazo mediante la emisión de pasivos a corto plazo) puede verse afectado negativamente por la presión a la baja sobre los márgenes de intermediación. Además, el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito puede reducir aún más la rentabilidad de las entidades de crédito que depositan grandes volúmenes de exceso de liquidez en el Eurosistema.

Aunque estos efectos son sin duda observables, no deberían obviarse otros efectos compensadores positivos asociados a los programas de compra de activos y, en general, a los instrumentos de política monetaria acomodaticia. Al respaldar la actividad económica, estos instrumentos mejoran la capacidad de los prestatarios para cumplir sus compromisos, con los consiguientes efectos positivos en los balances de las entidades de crédito, en forma de una mejora notable de la calidad de los activos bancarios y una disminución de las necesidades de provisiones de las entidades. Asimismo, el incremento general de los precios de los activos propiciado por la política monetaria acomodaticia se traduce en plusvalías de estos activos en los balances de los bancos.

De acuerdo con la información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, actualmente no hay indicios de que en la zona del euro predominen los efectos negativos de la orientación acomodaticia sobre la rentabilidad bancaria. De hecho, en los meses siguientes al inicio de las adquisiciones en el marco del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), un porcentaje neto positivo de entidades de crédito indicó que había aumentado su rentabilidad como consecuencia de dicho programa. Aunque el efecto último del APP sobre la rentabilidad bancaria puede ser distinto en unos países y en otros, dependiendo de las características estructurales de su sistema bancario, esta evidencia merece, en suma, una valoración positiva.

El segundo motivo de preocupación se refiere a la caída de la remuneración de los ahorros de los hogares, especialmente los mantenidos en depósitos bancarios⁵. En efecto, existe una relación estrecha entre dicha remuneración y la orientación actual de la política monetaria. Así pues, los tipos de interés nominales de muchos productos de ahorro en la zona del euro se encuentran en niveles muy bajos en términos históricos.

No obstante, como se ha explicado anteriormente, el entorno de bajos tipos de interés es, de hecho, un reflejo de la situación macroeconómica y estructural existente. Por tanto, la reducida remuneración del ahorro es un síntoma, más que una causa, de la atonía de la recuperación. Alejarse de la actual orientación acomodaticia de la política monetaria supondría restringir el dinamismo económico, desincentivar la demanda de crédito (por ejemplo, por parte de empresas que desean financiar proyectos de inversión rentables) y, en última instancia, contribuiría a prolongar el período de bajos tipos de interés.

⁵ Véase U. Bindseil, C. Dornick y J. Zeuner, «Critique of accommodating central bank policies and the 'expropriation of the saver' – A review», *Occasional Paper Series*, n.º 161, BCE, mayo de 2015, para obtener un análisis más detallado del argumento de que los ahorradores soportan los costes de la política monetaria acomodaticia. Para más información, véase también el artículo titulado «German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, octubre de 2015.

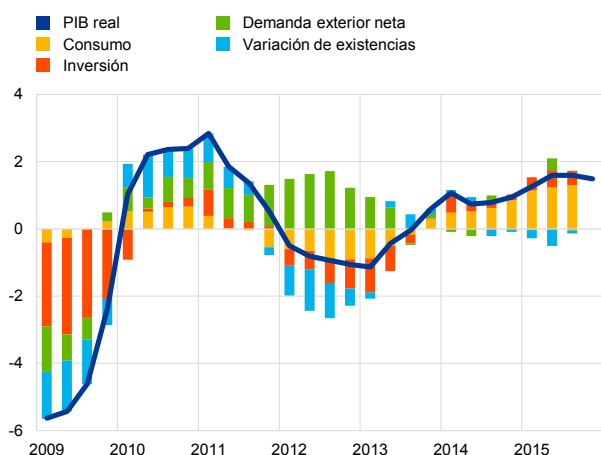
Finalmente, es esencial hacer frente a las fuerzas fundamentales responsables del reducido nivel actual del tipo de interés real de equilibrio. Para ello se ha de recurrir, principalmente, a políticas estructurales eficaces que sean capaces de aumentar la productividad y de mejorar el crecimiento económico de forma sostenible. Además, las políticas fiscales deberían respaldar la recuperación económica, sin dejar de cumplir en todo momento las reglas fiscales de la UE. Por último, para eliminar los obstáculos que siguen dificultando un crecimiento elevado y sostenido, existe una necesidad clara de superar las carencias en la arquitectura institucional de la UEM siguiendo las directrices trazadas en el Informe de los cinco presidentes.

1.3 Actividad económica

Pese al debilitamiento del entorno exterior, la actividad económica en la zona del euro mantuvo su solidez como consecuencia de la mejora de la demanda interna.

Gráfico 10
PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones interanuales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Así, la recuperación gradual de la zona del euro iniciada en el segundo trimestre de 2013 prosiguió durante todo 2015. La tasa de crecimiento interanual de la actividad económica se situó, en promedio, en el 1,5% en 2015 (véase gráfico 10), su nivel más alto desde 2011. La mejora progresiva del crecimiento reflejó, sobre todo, la fortaleza del consumo privado, que fue bastante generalizada en los distintos países de la zona (véase también recuadro 4). La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento también fue ligeramente positiva, debido fundamentalmente al aumento de las cuotas de exportación tras la significativa depreciación del euro registrada desde mediados de 2014. Sin embargo, el crecimiento de la inversión mantuvo su debilidad y se vio frenado por los avances relativamente lentos en el ámbito de las reformas estructurales en algunos países y los ajustes necesarios en los balances de varios sectores.

La recuperación económica de la zona del euro prosiguió en 2015 pese a la mayor debilidad de las perspectivas de crecimiento mundial

El mayor crecimiento medio interanual registrado en 2015 se vio favorecido por la orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE, que se transmitió a la economía a través de la relajación de las condiciones de financiación, la mejora del sentimiento de los mercados, unos tipos de interés muy bajos y la depreciación del euro. El descenso de los precios del petróleo y la mejora gradual de los mercados de trabajo dieron un nuevo impulso al crecimiento en 2015.

Además de respaldar la confianza de los consumidores, las diversas medidas de política monetaria adoptadas en los últimos años, como el programa ampliado de compra de activos a principios de 2015, impulsaron la confianza empresarial al mejorar las condiciones financieras, incluidas las de las pequeñas y medianas empresas. Esta situación favoreció la inversión, cuya contribución al crecimiento fue más elevada en 2015, en promedio, que en 2014 y 2013, como consecuencia de la mejora de los beneficios empresariales, las menores restricciones de demanda y la creciente utilización de la capacidad productiva. No obstante, aunque la inversión aumentó a principios de 2015, se mantuvo aproximadamente un 15% por debajo de su nivel previo a la crisis.

La demanda interna en la zona del euro mejoró durante 2015 y, en promedio, registró el mayor fortalecimiento observado desde 2007. La tasa de ahorro de los hogares se mantuvo básicamente estable en 2015, respaldando así la dinámica del consumo. El consumo público contribuyó positivamente al crecimiento económico en 2015. La demanda interna se vio moderada por el endeudamiento de los sectores público y privado, que siguió siendo elevado en algunos países. Además, los lentos avances en la aplicación de reformas estructurales continuaron representando un lastre para el crecimiento.

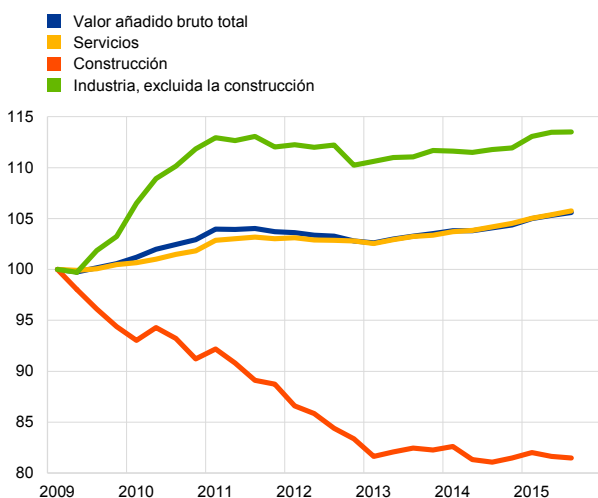
En 2015, el crecimiento económico se vio frenado por la debilidad del entorno exterior (véase sección 1.1 del capítulo 1). Si bien la ralentización de las economías emergentes fue un obstáculo para el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro, la considerable depreciación del tipo de cambio efectivo del euro desde mediados de 2014 favoreció la actividad exportadora y se tradujo en un aumento de las cuotas de exportación de la zona del euro. El comportamiento relativamente sólido de las exportaciones se sustentó en un cambio en su composición geográfica, que supuso que economías avanzadas como Estados Unidos recibieran de forma

creciente exportaciones de la zona del euro. Además, el comercio entre los países de la zona del euro siguió recuperándose en 2015, como consecuencia de la evolución favorable de la demanda interna en la zona. En 2015, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones fueron superiores a las registradas en los tres años anteriores. En general, es probable que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento haya sido ligeramente positiva en 2015.

Desde una perspectiva sectorial, la recuperación fue relativamente generalizada en 2015 (véase gráfico 11). En el tercer trimestre de 2015, el valor añadido bruto total, que se había mantenido en una senda de recuperación durante los tres últimos años, prácticamente alcanzó el máximo observado antes de la crisis. El valor añadido de los servicios continuó creciendo a un ritmo superior al de la industria (excluida la construcción) y al de la construcción, y se situó aproximadamente un 3% por encima del máximo

Gráfico 11
Valor añadido bruto real de la zona del euro por actividad económica

(Índice: I TR 2009 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

anterior a la crisis registrado en el tercer trimestre de 2015. En la industria, excluida la construcción, el valor añadido se mantuvo por debajo de su nivel previo a la crisis, pero siguió recuperándose gradualmente. En cambio, el valor añadido de la construcción se redujo ligeramente en 2015 y permaneció en cotas muy inferiores a los máximos alcanzados en 2008 antes de la crisis.

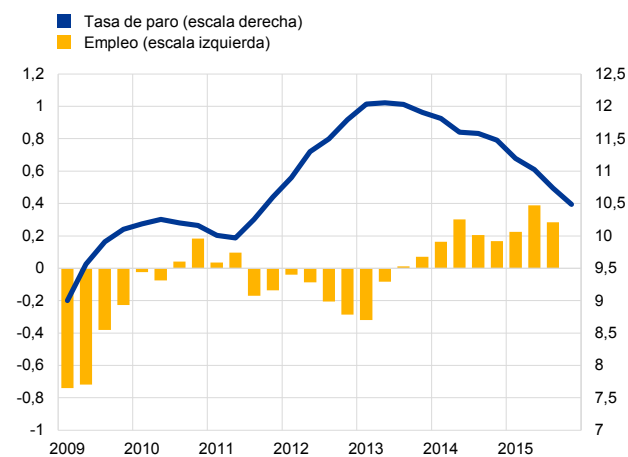
Los mercados de trabajo continuaron mejorando gradualmente

Los mercados de trabajo siguieron recuperándose en 2015 (véase gráfico 12). El aumento del número de personas ocupadas registrado desde mediados de 2013

Gráfico 12

Indicadores del mercado de trabajo

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



Fuente: Eurostat.

continuó en 2015. En el tercer trimestre del año, el empleo de la zona del euro se situó un 1,1% por encima del nivel alcanzado en el mismo trimestre de 2014, pero se mantuvo en torno a un 2% por debajo del máximo anterior a la crisis. El aumento del empleo en 2015 fue resultado, fundamentalmente, de las mejoras registradas en España y Alemania, aunque se observaron señales alentadoras de que otros países, anteriormente vulnerables, también habían contribuido a este incremento.

Por sectores, el empleo se incrementó principalmente en los servicios, mientras que el crecimiento del número de personas ocupadas en la industria, excluida la construcción, fue solo moderado, y en la construcción el empleo descendió. En 2015, el total de horas trabajadas aumentó algo menos que el empleo. El crecimiento interanual de la productividad por persona ocupada siguió siendo bajo, avanzando, en

promedio, en torno al 0,5% al trimestre durante los tres primeros trimestres de 2015, frente a un incremento interanual del 0,3% en 2014.

La tasa de paro continuó reduciéndose en 2015 hasta situarse en el 10,5% en el cuarto trimestre de 2015, la más baja observada desde principios de 2012. El descenso del desempleo, que comenzó en la primera mitad de 2013, ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. En 2015 en su conjunto, el paro se situó, en promedio, en el 10,9%, frente a una tasa del 11,6% en 2014 y el 12% en 2013.

Sin embargo, aunque la tasa de paro de la zona del euro se ha reducido sustancialmente desde mediados de 2013, los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo –que tienen en cuenta a aquellos trabajadores que se ven obligados a trabajar a tiempo parcial y a los que se han retirado del mercado laboral– se mantuvieron en cotas elevadas. Dado que actualmente hay más de siete millones de personas que tienen que trabajar a tiempo parcial ante la falta de empleo a tiempo completo y unos siete millones de trabajadores desanimados (que han dejado de buscar trabajo y se han retirado del mercado

laboral), el mercado de trabajo de la zona del euro continúa mostrando un grado de holgura significativo.

Recuadro 4

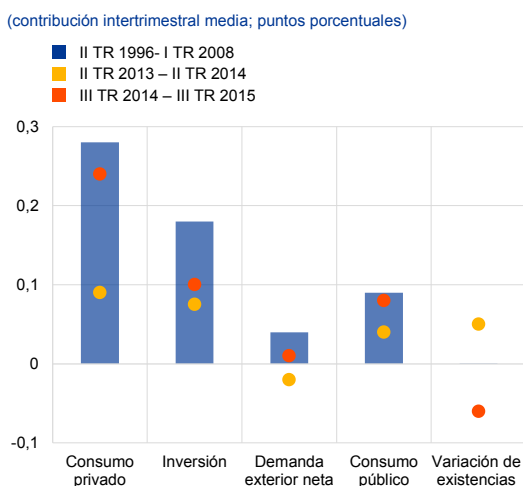
El papel del consumo privado en la recuperación económica

El consumo privado ha sido el principal factor impulsor de la recuperación en la zona del euro. En un contexto de debilidad de la inversión, de consolidación fiscal y de crecimiento moderado del comercio, el consumo privado se ha ido recuperando de forma continuada desde principios de 2013. En los cuatro trimestres transcurridos hasta el tercer trimestre de 2015, su contribución al crecimiento del PIB se aproximaba a la media anterior a la crisis, lo que no sucedió en el caso de la inversión (véase gráfico A).

La reciente recuperación del consumo ha estado acompañada de continuas mejoras en los mercados de trabajo. La mayor confianza de los consumidores desde principios de 2013 refleja el sólido crecimiento de la renta real disponible, que a su vez se ha visto favorecida por constantes mejoras en el empleo (véase gráfico B). Durante este período, la tasa de paro se redujo en 1,6 puntos porcentuales, pero se mantiene muy por encima del mínimo anterior a la crisis (en el cuarto trimestre de 2015, dicha tasa se situaba 3,3 puntos porcentuales por encima de la registrada en el primer trimestre de 2008). Si se consideran los distintos países de la zona del euro, el reciente crecimiento del consumo ha sido relativamente elevado en aquellos países en los que la situación del mercado laboral ha mejorado significativamente. En concreto, la recuperación de este mercado ha sido notable en España, Irlanda y Portugal, coincidiendo con un incremento significativo de la renta disponible y el consumo.

Gráfico A

Contribución intertrimestral media de los principales componentes del PIB a su crecimiento



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B

Confianza de los consumidores y variación de la tasa de paro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El descenso de los precios de la energía también ha desempeñado un papel no desdeñable en la reciente recuperación del consumo. Desde principios de 2013, el poder adquisitivo de los hogares,

medido por la renta real disponible, ha aumentado alrededor del 3%, y aproximadamente un tercio de este incremento se debió a los precios más bajos de la energía⁶.

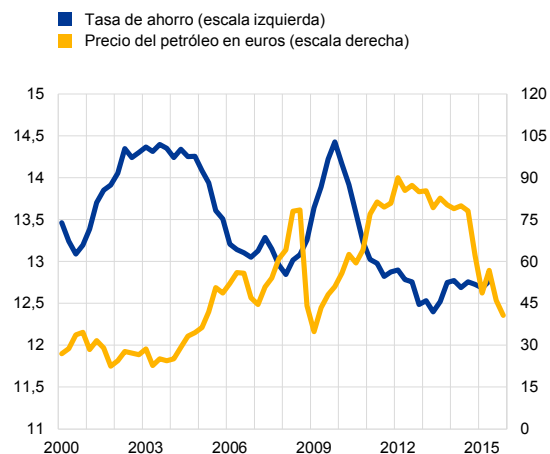
Además, durante la actual recuperación, el aumento del poder adquisitivo derivado de los menores precios de la energía parece haber tenido un efecto mayor de lo habitual sobre el consumo. Parte del incremento de la renta real disponible resultante de una caída del precio de las materias primas suele destinarse al ahorro durante algunos trimestres. De hecho, la tasa de ahorro suele crecer tras una bajada de los precios del petróleo y disminuye después de una subida. Así sucedió también durante la crisis financiera, cuando los acusados descensos de los precios del petróleo fueron acompañados de un notable incremento de la tasa de ahorro (véase gráfico C). En cambio, dicha tasa se ha mantenido prácticamente estable durante los últimos trimestres.

La tímida respuesta de la tasa de ahorro a la disminución de los precios de la energía está en consonancia con un giro de la demanda embalsada de consumo, por ejemplo, de bienes de consumo duradero, que cayó en mayor medida que la de bienes de consumo no duradero y de servicios durante la crisis (véase gráfico D). Con frecuencia se observa una demanda embalsada de este tipo de bienes inmediatamente después de una recesión, ya que los consumidores posponen sus decisiones de compra debido a la incertidumbre económica. Cuanto más tiempo aplazan los hogares la adquisición de bienes de consumo duradero, mayor es su deseo y necesidad de reemplazarlos al iniciarse la recuperación. Así pues, la demanda embalsada podría hacer que la recuperación económica se acelere justo después de una recesión.

Gráfico C

Tasa de ahorro y precio del crudo

(porcentajes; euros por barril)



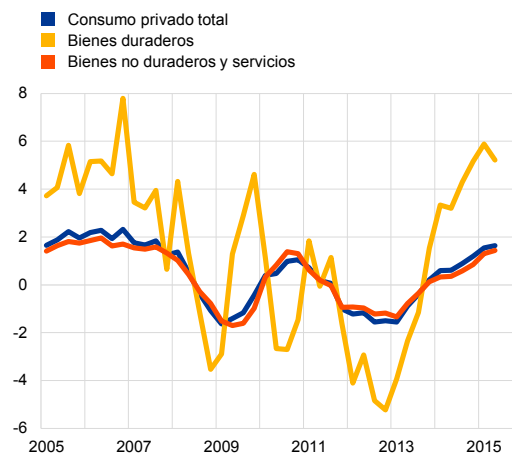
Fuentes: Eurostat y FMI.

Nota: La tasa de ahorro es la ratio del ahorro bruto de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares en relación con la suma móvil anual de su renta bruta disponible.

Gráfico D

Consumo de bienes duraderos y de bienes no duraderos y de servicios en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Dado que Eurostat solo publica una desagregación del consumo privado en consumo de bienes duraderos y no duraderos para algunos países de la zona del euro, los agregados de la zona se aproximan utilizando datos de 17 países (es decir, de todos los países salvo Bélgica e Irlanda). La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2015.

⁶ Véase también el recuadro titulado «Una evaluación del reciente crecimiento del consumo en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

Por lo tanto, el reciente repunte del consumo de bienes duraderos podría reflejar la acumulación de demanda embalsada durante la crisis (véase gráfico D). Entre 2007 y 2013, la participación del consumo de bienes duraderos en el consumo total descendió en el conjunto de la zona del euro, siendo esta caída mucho mayor en los países más afectados por la crisis. Por el contrario, desde 2013, el consumo de este tipo de bienes en relación con el consumo total se ha recuperado más rápidamente en esos países. De cara al futuro, es probable que el efecto al alza de la demanda embalsada sobre el crecimiento del consumo desaparezca en cuanto los hogares hayan renovado sus bienes de consumo duradero

Dado que el grueso del aumento de la renta real parece proceder de las mejoras registradas en los mercados de trabajo, el consumo se mostrará resistente en la medida en que la situación de estos mercados continúe mejorando. Incluso cuando desaparezca el apoyo del descenso de los precios del petróleo y la demanda embalsada de bienes de consumo duradero, una mejora sostenida del empleo seguirá favoreciendo la recuperación del consumo privado.

1.4 Evolución de precios y costes

Durante todo el año 2015, la inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), fue muy baja o incluso negativa, en un contexto en el que los precios de las materias primas continuaron siendo reducidos. Inicialmente, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, repuntó en la primera mitad del año desde el mínimo histórico, manteniéndose prácticamente estable, en torno al 0,9%, en el segundo semestre.

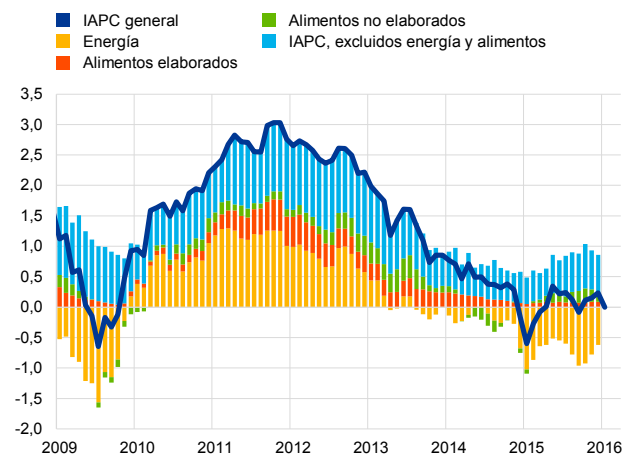
La inflación general descendió de nuevo en 2015

En 2015, la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro fue, en promedio, del 0%, frente al 0,4% de 2014 y el 1,4% de 2013. El perfil de la inflación medida por el IAPC estuvo determinado principalmente por la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 13). La inflación general se situó en niveles negativos en dos ocasiones, a principios de 2015 y de nuevo en el otoño. Hacia finales de año, la inflación general retornó a tasas ligeramente positivas.

La inflación subyacente, medida por el IAPC excluidos la energía y los alimentos, aumentó con respecto al mínimo histórico del 0,6% a principios de 2015 (véase recuadro 5). Durante la segunda mitad del año se mantuvo estable en torno al 0,9% y la media anual fue del 0,8% (véase gráfico 14). Factores externos, entre ellos los efectos retardados de la apreciación del euro hasta mayo de 2014 y el impacto indirecto de las caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas ejercieron presiones a la baja sobre la inflación subyacente durante todo el año. En el ámbito interno, el moderado crecimiento de los salarios y la reducida capacidad de fijación de precios de las empresas en un entorno altamente competitivo también contribuyeron a los bajos niveles de inflación subyacente observados.

Gráfico 13**Inflación medida por el IAPC y contribuciones por componentes**

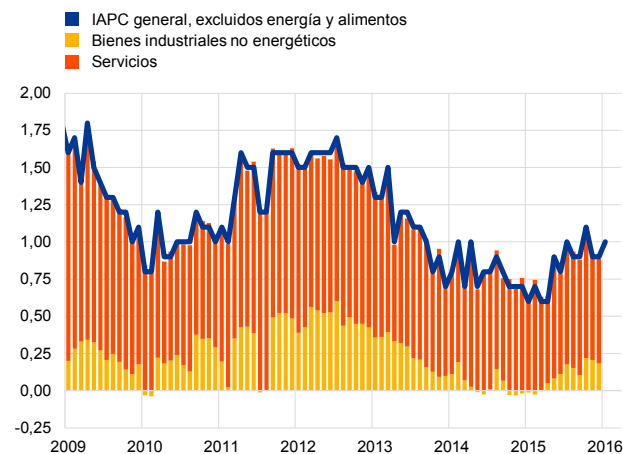
(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 14**Inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, y contribuciones por componentes**

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Si se consideran los principales componentes del IAPC de manera más detallada, el componente energético ejerció constantes presiones a la baja sobre el IAPC general durante todo 2015. La tasa de variación de los precios de la energía fue negativa todos los meses del año, debido principalmente a la evolución de los precios del petróleo en euros.

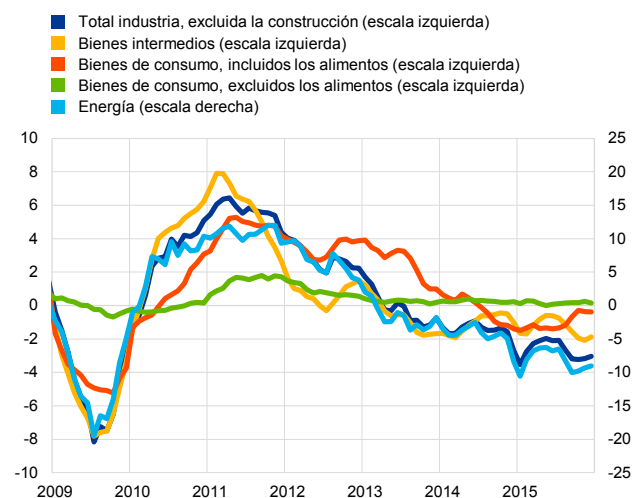
La tasa de variación de los precios de los alimentos lleva mostrando una tendencia al alza desde principios de 2015, debido fundamentalmente a la inflación de los alimentos no elaborados. El acusado aumento que experimentó la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados en el otoño fue consecuencia del impacto de unas temperaturas inusualmente elevadas en el verano sobre los precios de las frutas y hortalizas. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados se mantuvo prácticamente estable durante el año.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se recuperó con respecto a los niveles muy reducidos registrados en 2014 y a principios de 2015. Esta evolución al alza estuvo impulsada fundamentalmente por los precios de los bienes de consumo duradero y, en menor medida, por los de los bienes semiduraderos, mientras que la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo no duradero se mantuvo prácticamente estable. Esta tendencia alcista reflejó principalmente el impacto de la depreciación del euro desde mayo de 2014. Si se considera en retrospectiva un período más largo, la tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos ha continuado viéndose frenada por la rápida caída de los precios de los bienes de alta tecnología, sometidos a una fuerte competencia entre minoristas tanto a escala nacional como internacional.

Gráfico 15

Detalle de los precios industriales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Los precios de importación fueron la principal fuente de presiones latentes de carácter alcista, reflejo de la depreciación del euro. Las tasas de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio continuaron siendo vigorosas durante el año. En el ámbito interno, las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se mantuvieron en niveles moderados, y fueron evidentes, en particular, en la tasa de variación de los precios industriales de los sectores de bienes de consumo no alimenticio, que fluctuó en torno a niveles justo por encima de cero durante todo el año. Los precios industriales de los bienes intermedios, así como los precios del crudo y de otras materias primas en euros, sugieren que las presiones también fueron contenidas en las primeras fases de la cadena de precios, principalmente como consecuencia de los bajos precios de las materias primas energéticas y no energéticas (véase gráfico 15).

La tasa de variación de los precios de los servicios se mantuvo básicamente estable entre el 1% y el 1,3% en 2015, reflejando un grado de holgura todavía considerable en los mercados de productos y de trabajo. Las partidas incluidas en el IAPC de servicios tienden a producirse internamente, lo que significa que los precios de los servicios están más estrechamente relacionados con la evolución de la demanda interna y de los costes laborales.

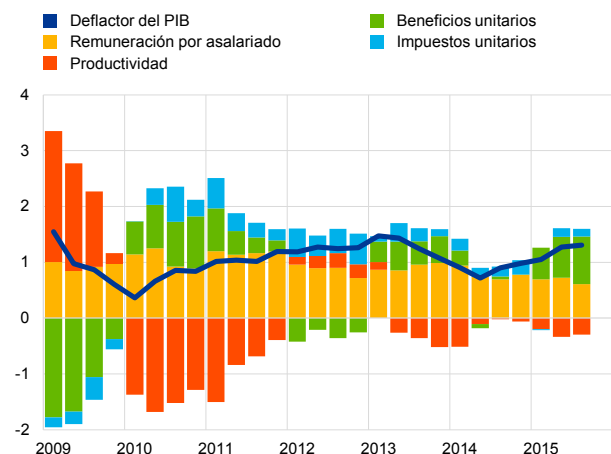
Las presiones inflacionistas internas continuaron siendo moderadas

Las presiones inflacionistas internas derivadas de los costes laborales continuaron siendo moderadas durante los tres primeros trimestres de 2015 (véase gráfico 16). El considerable grado de holgura económica y en los mercados de trabajo de la zona del euro siguió limitando las presiones sobre los costes laborales y la capacidad de fijación de precios. Además, las reformas estructurales acometidas en los últimos años en los mercados de trabajo y de productos se han traducido en una mayor flexibilidad a la baja de los salarios y de los precios en algunos países de la zona del euro. El hecho de que el poder adquisitivo real de los salarios sea mayor como consecuencia de los niveles más bajos de inflación también contuvo las presiones salariales.

Gráfico 16

Detalle del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

El crecimiento de la remuneración por asalariado en la zona del euro fue del 1,1% (en tasa interanual) en el tercer trimestre de 2015, y la tasa media del 1,2% de los tres primeros trimestres del año implica que fue inferior a la de 2014. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo en niveles reducidos, sensiblemente por debajo del 1%. Esta evolución se debió principalmente a la disminución del crecimiento de la remuneración por asalariado, mientras que el avance de la productividad inicialmente se aceleró en la primera mitad de 2015 antes de retroceder también ligeramente.

Las presiones inflacionistas internas derivadas de la evolución de los beneficios aumentaron en 2015. El crecimiento interanual de los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación) continuó incrementándose durante los tres primeros trimestres

de 2015, reflejo de la recuperación económica, de la moderación de los costes salariales y de la mejora de la relación real de intercambio relacionada con la debilidad de los precios de importación. En consecuencia, los beneficios por unidad de producto fueron el principal factor impulsor del avance de la tasa de variación interanual del deflactor del PIB en 2015.

Recuperación de las expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión y de mercado se recuperaron, tras haberse situado en niveles históricamente reducidos a principios de 2015. La encuesta a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2015 señalaba unas expectativas de inflación a cinco años vista del 1,9%, mientras que la encuesta de *Consensus Economics* de octubre de 2015 también situaba el nivel de las expectativas de inflación a más largo plazo en el 1,9%. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado se mantuvieron por debajo de las basadas en indicadores de opinión durante todo el año, y es posible que parte de la diferencia observada entre ambas tenga su origen en las primas de riesgo de inflación.

Recuadro 5

Seguimiento de la evolución de la inflación subyacente

A finales de 2014, la cuestión del momento en el que el ciclo de inflación repuntaría al alza y hasta qué punto sería viable este repunte eran aspectos relevantes para las perspectivas macroeconómicas. En este recuadro se analiza la evolución de diversas medidas de inflación subyacente, es decir, los componentes más persistentes en contraposición a los componentes

transitorios de la inflación⁷, y las señales proporcionadas por estas medidas⁸ de que se ha llegado un punto de inflexión.

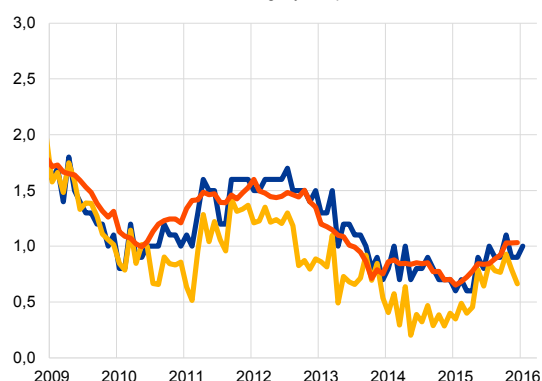
Las medidas de inflación subyacente basadas en la exclusión de componentes corrigen diversas influencias de carácter transitorio. Una medida ampliamente utilizada es el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) excluidos la energía y los alimentos, que elimina la volatilidad inherente a los precios de la energía y los alimentos por su exposición a perturbaciones de los precios de las materias primas y, en el caso de los alimentos no elaborados, a la influencia de las condiciones meteorológicas. Sin embargo, este subíndice puede seguir incluyendo considerables influencias de carácter transitorio. Un ejemplo son los efectos de calendario, que son importantes, en particular, en los precios de los servicios relacionados con el turismo y los viajes o en los de componentes que se ven afectados por las rebajas, como los artículos de vestir y el calzado. Otro ejemplo son las modificaciones puntuales de los impuestos indirectos o de los precios administrados, cuyo impacto en el nivel de precios se elimina de la tasa de variación interanual al cabo de un año.

Gráfico A

Medidas de inflación subyacente basadas en la exclusión de componentes permanentes

(tasas de variación interanual)

■ IAPC, excluidos alimentos y energía
 ■ IAPC, excluidos alimentos, energía, impuestos y precios administrados
 ■ IAPC, excluidos alimentos, energía y componentes volátiles



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

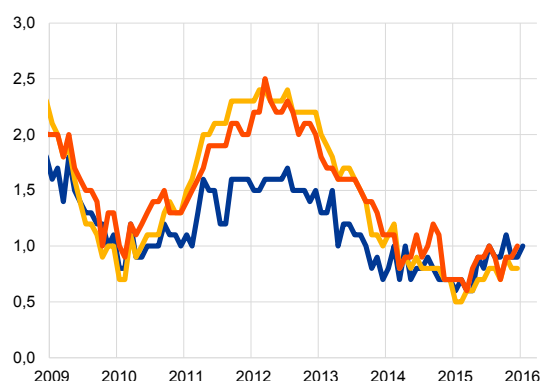
Nota: Los componentes volátiles incluyen el transporte aéreo, los servicios de alojamiento, las vacaciones organizadas y los artículos de vestir y el calzado.

Gráfico B

Medidas estadísticas de la inflación subyacente basadas en la exclusión de componentes

(tasas de variación interanual)

■ IAPC, excluidos alimentos y energía
 ■ Media truncada (30%)
 ■ Mediana



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Las diversas medidas basadas en la exclusión de componentes analizadas situaron el punto de inflexión en momentos diferentes. Si se considera la evolución durante los dos últimos años, la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos, la energía, los impuestos y los precios administrados registró un mínimo en mayo de 2014. Sin embargo, la señal de un movimiento al alza más persistente siguió siendo borrosa hasta finales de 2014 y principios de 2015, cuando el IAPC excluidos la energía y los alimentos también se situó en un nivel mínimo (véase gráfico A).

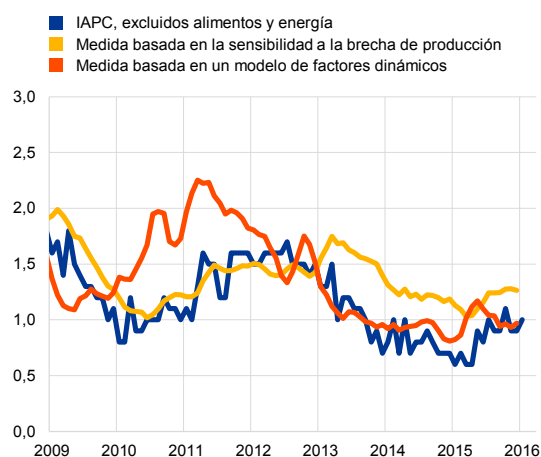
⁷ Las medidas de inflación subyacente suelen ser objeto de seguimiento por su capacidad para seguir las tendencias de la inflación o para pronosticar la inflación general. Véase también el recuadro titulado «¿Son los subíndices del IAPC medidas de la inflación subyacente?», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2013.

⁸ Véase también el recuadro titulado «¿Ha llegado la inflación subyacente a un punto de inflexión?», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2015.

La medida de inflación subyacente, que además de la energía y los alimentos también excluye componentes estacionales volátiles, es mucho más suave, y después de tocar fondo en noviembre de 2014 proporcionó señales relativamente consistentes de recuperación durante la primera mitad de 2015. Con todo, todas las medidas experimentaron cierta pérdida del impulso alcista después del verano, lo que hizo que surgieran dudas sobre si realmente se había llegado a un punto de inflexión.

Gráfico C Medidas de inflación subyacente basadas en técnicas econométricas

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El índice de inflación «super-core» (línea amarilla, media móvil de tres meses) se construye utilizando los subcomponentes del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, para los que la brecha de producción tiene capacidades predictivas en un ejercicio de predicción fuera de la muestra. El índice subyacente «U2» (línea naranja) se basa en un modelo de factores dinámicos que utiliza detalles de los componentes del IAPC de 12 países.

componentes del IAPC. Esta medida se situó en un mínimo en diciembre de 2014 y se incrementó sustancialmente hasta mayo de 2015, pero luego, al igual que la mediana, retrocedió ligeramente durante el verano y se mantuvo estable hasta el final del año (véase gráfico C). Otra medida solo tiene en cuenta aquellas partidas del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, para las que la brecha de producción ha tenido capacidad predictiva en el pasado. Esta medida se base en el argumento económico de que las presiones sobre la inflación subyacente deberían aumentar cuando la holgura de la economía empieza a disminuir. La medida basada en la sensibilidad a la brecha de producción parece haber alcanzado su punto de inflexión en marzo de 2015.

En general, las señales proporcionadas por todos estos indicadores en tiempo real llevaban asociada cierta incertidumbre respecto del momento preciso del punto de inflexión y de la fortaleza del repunte de la dinámica de precios. Si se consideran las distintas medidas en retrospectiva, se confirma que la inflación subyacente aumentó en comparación con principios de 2015. No obstante, la pérdida de impulso al alza en el segundo semestre del año sugiere que todavía no se dispone de confirmación definitiva de que haya llegado a un punto de inflexión.

Las medidas estadísticas basadas en la exclusión de componentes proporcionaron una señal similar. Estos indicadores reducen la volatilidad de los datos de la inflación medida por el IAPC al excluir cada mes los componentes con las tasas de variación interanual más altas y más bajas. Dos ejemplos son la media truncada al 30%⁹ y la mediana ponderada. La media truncada al 30% alcanzó un mínimo en enero de 2015, mientras que la mediana se situó en su punto más bajo en marzo de 2015 (véase gráfico B). La evolución al alza de estas dos medidas fue ligeramente más moderada que en el caso de las medidas basadas en la exclusión de componentes permanentes.

Las medidas de inflación subyacente basadas en técnicas econométricas confirmaron las señales. Una de estas medidas se basa en un modelo de factores dinámicos que captura el factor común y persistente de las tasas de inflación entre los distintos países y

⁹ La media truncada al 30% se ha truncado al 15% de cada extremo de la distribución.

1.5 Evolución monetaria y crediticia

En un entorno caracterizado por reducidas tasas de inflación y bajos tipos de interés de referencia, el BCE adoptó medidas de política monetaria no convencionales adicionales. En 2015 destacaron tres aspectos: el crecimiento monetario se mantuvo sólido, el crecimiento del crédito se recuperó gradualmente, aunque siguió siendo débil, y los tipos de interés de los préstamos disminuyeron significativamente.

El crecimiento monetario se mantuvo sólido

En los primeros meses de 2015, el crecimiento del agregado monetario amplio se aceleró y, a partir de abril, se mantuvo sólido (véase gráfico 17). En diciembre de 2015, el crecimiento interanual de M3 se situó en el 4,7%, frente al 3,8% de finales de 2014.

Los dos factores fueron importantes determinantes de la expansión monetaria de la zona del euro: i) el fuerte crecimiento del agregado monetario estrecho M1, en especial de los depósitos a la vista, que se beneficiaron del bajo coste de oportunidad de mantener los instrumentos más líquidos, y ii) las medidas no convencionales del BCE, concretamente las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) anunciadas en junio de 2014 y el programa ampliado de compra de activos (APP) anunciado en enero de 2015.

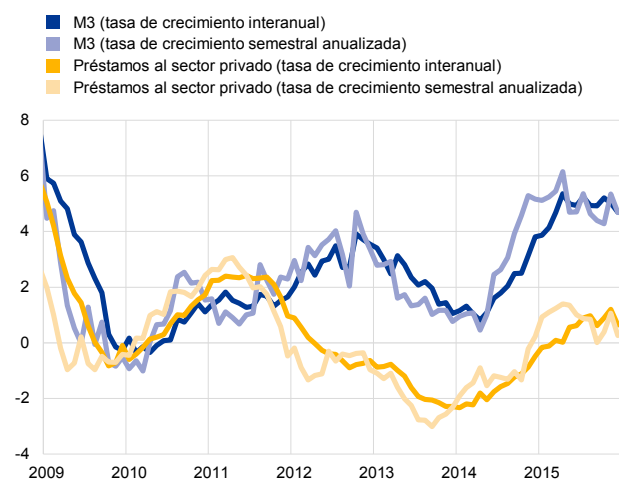
En cuanto a los principales componentes de M3, los niveles tan bajos de los tipos de interés oficiales del BCE y de los tipos del mercado monetario contribuyeron al fuerte crecimiento del agregado monetario estrecho (es decir, M1), que se situó en el 10,7% en diciembre de 2015, frente al 8,1% de diciembre de 2014. M1 se vio favorecido por el elevado crecimiento de los depósitos a la vista de los hogares y

de las sociedades no financieras. La reducida remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyó a la contracción continuada de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1), que siguieron siendo un lastre para el crecimiento de M3. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), que tienen un peso limitado en M3, pasó a ser positiva, lo que reflejó, en particular, la recuperación de las participaciones en fondos del mercado monetario, ya que su rentabilidad relativa fue positiva (en comparación con el euríbor a un mes).

Gráfico 17

M3 y préstamos al sector privado

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



Fuente: BCE.

La creación de dinero estuvo impulsada por fuentes internas

El análisis de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 18) muestra que durante 2015 predominaron las fuentes internas de creación de dinero. En un entorno de bajos tipos de interés, la dinámica de M3 se vio determinada por la contracción de los pasivos financieros a más largo plazo y por la creciente contribución del crédito por parte de las IFM. La tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más

largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) mantenidos por el sector tenedor de dinero volvió a disminuir a lo largo del año, hasta situarse en el $-6,7\%$ en diciembre, frente al $-5,3\%$ de finales de 2014. Esta evolución reflejó el perfil relativamente plano de la curva de rendimientos, la sustitución por parte de las IFM de los valores representativos de deuda a más largo plazo por fondos procedentes de las TLTRO y las compras de bonos garantizados por parte del Eurosistema en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. La venta de dichos bonos por parte de residentes distintos de IFM incrementó el *stock* de dinero.

Las adquisiciones de valores públicos por parte del Eurosistema en el marco del programa de compras de valores públicos fueron una importante fuente de creación de dinero (véase gráfico 18, en particular la partida «Valores representativos de deuda en poder del Eurosistema»). Dentro de las contrapartidas internas

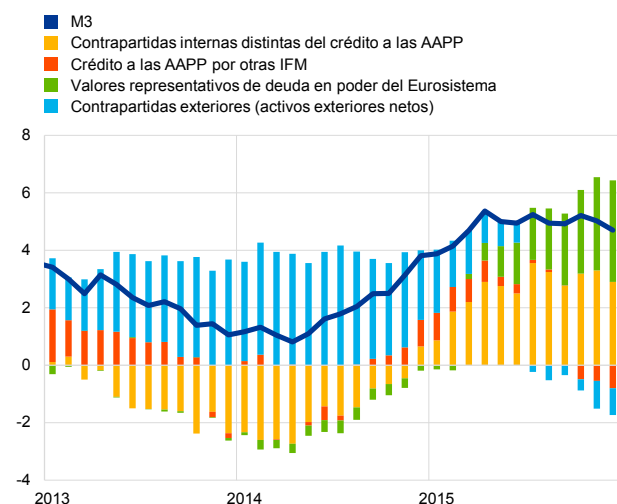
distintas del crédito a las Administraciones Públicas, el crédito concedido al sector privado, que fue el principal lastre para el crecimiento monetario en años anteriores, aumentó gradualmente en 2015. Pese al considerable superávit por cuenta corriente, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro (que es el reflejo de la posición deudora neta frente al exterior de las entidades distintas de IFM de la zona del euro liquidada a través de las entidades de crédito) disminuyó en 2015. Esta posición había sido una fuente importante de creación de dinero en años previos. La evolución registrada fue atribuible, principalmente, a las salidas netas de carteras de la zona del euro en el contexto del APP, que también favorecieron la recomposición de las carteras en favor de instrumentos de inversión de fuera de la zona del euro.

El crecimiento del crédito se recuperó gradualmente, aunque siguió siendo débil

La recuperación gradual del crecimiento del crédito reflejó la evolución de los préstamos al sector privado (véase gráfico 17). La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se incrementó a lo largo de 2015 y se situó en el $2,3\%$ en diciembre, frente al $-0,2\%$ de diciembre de 2014. La mejora del dinamismo del crédito fue apreciable, tanto en el caso de los

Gráfico 18
Contrapartidas de M3

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

hogares como de las sociedades no financieras. Mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares continuó aumentando, la de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras no pasó a ser positiva hasta mediados de 2015. Esta mejora se vio favorecida por los significativos descensos de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios, gracias a la reducción adicional de los costes de financiación de las entidades de crédito, que guardó relación con las medidas de política monetaria no convencionales del BCE.

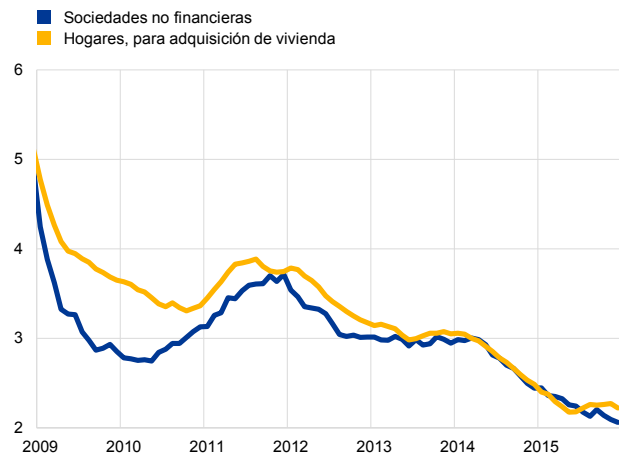
Además, como se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, los cambios en los criterios de aprobación del crédito y la demanda de préstamos han respaldado la recuperación del crecimiento del crédito. De acuerdo con los resultados de esta encuesta, el bajo nivel general de los tipos de interés, las mayores necesidades de financiación de la inversión en capital fijo y las perspectivas del mercado de la vivienda fueron factores importantes que determinaron el aumento de la demanda de préstamos. En este contexto, el APP tuvo un efecto de relajación neta de los criterios de aprobación y, en particular, de las condiciones aplicables a los préstamos. Las entidades de crédito también indicaron que la liquidez adicional procedente del APP y de las TLTRO se había utilizado para conceder préstamos, así como para sustituir la financiación procedente de otras fuentes. Pese a estas mejoras, la dinámica del crédito se

mantiene débil y continúa reflejando factores tales como la atonía de la situación económica y el saneamiento de los balances bancarios. Asimismo, las restrictivas condiciones crediticias siguen afectando a la oferta de crédito en algunas partes de la zona del euro.

Gráfico 19

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: El indicador para los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calcula agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a los hogares y a las sociedades no financieras disminuyeron significativamente

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, el reforzamiento de los balances y la menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron, en general, a reducir los costes agregados de la financiación de las entidades de crédito, que se estabilizaron en niveles próximos a sus mínimos históricos. Desde junio de 2014 las entidades de crédito han ido trasladando la disminución de sus

costes de financiación mediante la aplicación de tipos de interés más bajos al crédito bancario (véase gráfico 19), que se situaron en mínimos históricos en la segunda mitad de 2015. Entre principios de junio de 2014 y diciembre de 2015, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras cayeron en torno a 87 puntos básicos y los de los préstamos concedidos a los hogares, alrededor de 69 puntos básicos. Además, la dispersión entre países

de los tipos de interés del crédito bancario aplicado tanto a las sociedades no financieras como a los hogares continuó reduciéndose.

1.6 Política fiscal y reformas estructurales

El déficit presupuestario de la zona del euro siguió reduciéndose en 2015, debido, fundamentalmente, a una evolución cíclica favorable y a los menores costes por intereses, mientras que la orientación de la política fiscal de la zona fue básicamente neutral. Por primera vez en ocho años, la deuda pública en relación con el PIB descendió, aunque los niveles de deuda continúan siendo elevados. Para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas se requieren esfuerzos presupuestarios adicionales, si bien las medidas de consolidación fiscal deberían promover el crecimiento para respaldar la recuperación económica. El crecimiento también se beneficiaría de una aplicación más rápida de las reformas estructurales, que siguieron implementándose con lentitud en 2015 pese a los esfuerzos realizados a nivel europeo. Es necesario dar mayor impulso a la aplicación de las reformas en el ámbito empresarial y regulatorio, así como en los mercados de productos y de trabajo, con el fin de respaldar la recuperación, fomentar la convergencia hacia los países que hayan alcanzado los mejores resultados y aumentar el potencial de crecimiento.

Los déficits fiscales continuaron reduciéndose en 2015

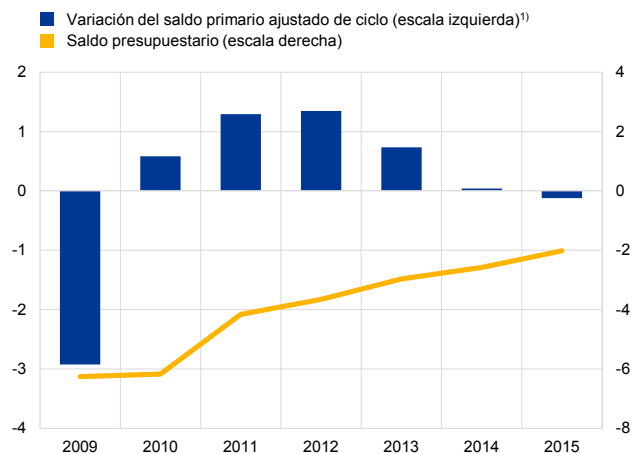
El déficit presupuestario de la zona del euro siguió reduciéndose en 2015, aunque a un ritmo menor que en el año anterior (véase gráfico 20). Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro descendió desde el 2,6% del PIB en 2014 hasta el 2% del PIB en 2015, básicamente en consonancia con las previsiones económicas de invierno de 2016 de la Comisión Europea. La disminución del déficit en 2015 fue resultado, fundamentalmente, de una evolución cíclica favorable y unos costes por intereses más reducidos. En 2015, los recursos extraordinarios derivados de unos gastos por intereses más bajos de lo inicialmente presupuestado ascendieron aproximadamente al 0,2% del PIB en la zona del euro. Muchos países destinaron parte de ese ahorro a aumentar el gasto primario en lugar de reducir la deuda como había indicado el Consejo ECOFIN en sus recomendaciones específicas para cada país de 2015. En algunos países, la desaparición gradual en 2015 del impacto de factores extraordinarios relacionados, entre otros aspectos, con la asistencia prestada al sector financiero en 2014, también contribuyó a la mejora presupuestaria.

Las proyecciones indican que el saldo primario estructural se deterioró ligeramente en 2015. Las medidas de consolidación fiscal, sobre todo en forma de subidas de los impuestos indirectos, se vieron compensadas por los paquetes de estímulo fiscal adoptados en varios países para respaldar el crecimiento económico y el empleo. En general, esto se tradujo en una orientación básicamente neutral de la política

Gráfico 20

Saldo presupuestario y orientación de la política fiscal

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema.

1) Variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluido el impacto presupuestario de las ayudas públicas al sector financiero.

fiscal en la zona del euro en 2015, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero (véase gráfico 20).

El impacto presupuestario inmediato de la afluencia de refugiados varió considerablemente de unos países a otros, en función del volumen de los respectivos flujos de entrada, de si se trataba de un país de paso para los refugiados o su destino final, y de las diferencias existentes en materia de derechos sociales y en las disposiciones legales que regulan el acceso al mercado de trabajo. En 2015, el coste presupuestario relacionado con los refugiados ascendió, aproximadamente, al 0,2% del PIB en los países más afectados por estos flujos¹⁰.

Los saldos presupuestarios siguieron convergiendo

En comparación con el momento álgido de la crisis, la situación de las finanzas públicas ha mejorado en todos los países de la zona del euro, principalmente como resultado de los significativos ajustes estructurales acometidos entre los años 2010 y 2013. Los saldos presupuestarios de los países de la zona del euro siguieron convergiendo, y, actualmente, la mayoría registra déficits inferiores al valor de referencia del 3% del PIB. Los avances en materia de consolidación fiscal se hicieron evidentes en el número creciente de países que dejaron de estar sujetos a procedimientos de déficit excesivo (PDE). En 2015, se derogó el PDE de Malta. Además, se espera que Irlanda y Eslovenia hayan corregido sus déficits excesivos en el plazo establecido, el año 2015, y Chipre podría haberlo conseguido un año antes del plazo fijado, 2016. Es probable que, en Portugal, el déficit haya superado el objetivo del 3% en 2015, debido a la asistencia prestada al sector financiero, y se prevé que Francia, España y Grecia sigan estando sujetos al PDE en 2016.

¹⁰ Véase el recuadro titulado «*A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx*», *European Economic Forecast, Autumn 2015*, Comisión Europea.

La deuda pública en relación con el PIB empezó a descender

Tras registrar un máximo en 2014, la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro (en porcentaje del PIB) cayó por primera vez desde el inicio de la crisis financiera. Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015

elaboradas por los expertos del Eurosistema, el nivel de deuda se situó en el 91% del PIB en 2015, desde el 92% de 2014, un descenso que se sustentó en la evolución favorable del diferencial entre tipos de interés y crecimiento, y en unos leves superávits primarios (véase gráfico 21). Además, los ajustes negativos entre déficit y deuda, que fueron resultado, entre otras cosas, de los ingresos procedentes de las privatizaciones, contribuyeron a esta mejora. No obstante, la ratio de deuda continuó aumentando en algunos países.

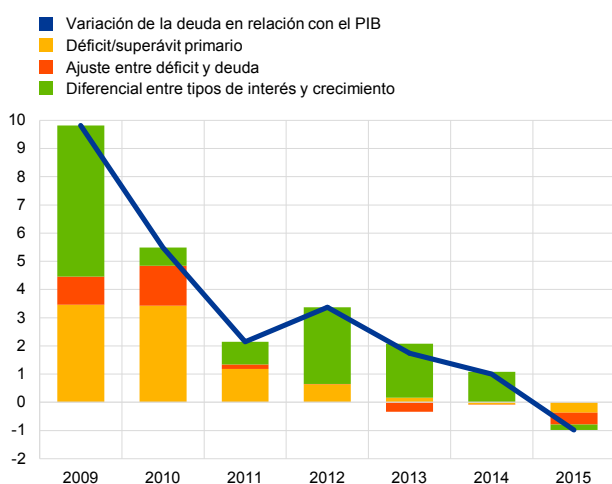
Con todo, los niveles de deuda pública siguen siendo elevados en varios países de la zona del euro. La contención de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda es aún más importante, dados los sustanciales retos a largo plazo derivados del envejecimiento de la población y de los crecientes costes de la atención sanitaria y los cuidados de larga duración. De hecho, el Informe sobre envejecimiento 2015 de la Comisión Europea prevé que los costes totales asociados al envejecimiento se incrementen desde el 26,8% del PIB

en 2013 hasta el 28,3% del PIB en 2060. Este aumento obedecería fundamentalmente a factores demográficos, que, según las previsiones, deberían llevar a que la tasa de dependencia, es decir, el porcentaje de población mayor de 65 años sobre la población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años), casi se duplique, hasta superar el 50% en 2060. Para poner en perspectiva los costes asociados al envejecimiento, cabe señalar que estas proyecciones están sujetas a considerables riesgos adversos, ya que se basan en parte en supuestos económicos y demográficos subyacentes muy favorables¹¹. En su Informe sobre sostenibilidad fiscal 2015 (Fiscal Sustainability Report 2015), la Comisión Europea confirmó que los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas son considerables en varios países de la zona del euro a medio y largo plazo, partiendo del supuesto de que las políticas no se modificarán. Además, el análisis subraya la importancia de cumplir plenamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para estabilizar o incluso reducir las ratios de deuda de aquellos países que actualmente registran niveles de deuda elevados.

Gráfico 21

Factores determinantes de la deuda de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema.

¹¹ Véase el recuadro titulado «El Informe sobre envejecimiento 2015: ¿Cuál será el coste del envejecimiento en Europa», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

En varios países son necesarios mayores esfuerzos fiscales

Durante 2015, varios Gobiernos afrontaron el reto de calibrar detenidamente la orientación de su política fiscal con el fin de encontrar un equilibrio que les permitiera reducir sus elevados niveles de deuda sin frenar la recuperación económica, y seguir cumpliendo plenamente las exigencias del PEC. En varios países de la zona del euro se identificaron importantes brechas de consolidación con respecto a las exigencias del PEC en 2015 y para años posteriores, indicando la necesidad de realizar esfuerzos fiscales adicionales. El 17 de noviembre de 2015, la Comisión Europea publicó su evaluación del cumplimiento de los requisitos del PEC de los proyectos de planes presupuestarios para 2016¹². A juicio de la Comisión, de los 16 proyectos de planes presupuestarios presentados, solo cinco (los de Alemania, Estonia, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia) cumplían plenamente el PEC, siete (Bélgica, Irlanda, Francia, Letonia, Malta, Eslovenia y Finlandia) lo cumplían «en líneas generales», ya que probablemente alcanzarían sus objetivos de déficit general pero los esfuerzos estructurales previstos eran insuficientes para cumplir las exigencias, y cuatro (España, Italia, Lituania y Austria) planteaban «riesgo de incumplimiento» del PEC.

El 23 de noviembre, el Eurogrupo instó a los países en riesgo de incumplimiento a que adoptaran las medidas adicionales necesarias para abordar los riesgos identificados por la Comisión.

Es importante que la consolidación fiscal promueva el crecimiento. Por el lado del gasto, las revisiones constituyen una vía prometedora para identificar prestaciones que no se traduzcan necesariamente en una mejora del bienestar. Por lo que respecta a los ingresos, la mayor contribución al crecimiento del sistema tributario y la reducción de la evasión fiscal constituyen importantes áreas de reforma en varios países. En concreto, el alivio de la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo puede tener un efecto positivo en el crecimiento y el empleo.

Las reformas estructurales siguieron aplicándose con lentitud en 2015

Aunque la recuperación económica avanzó a un ritmo diferente en los países de la zona del euro, los esfuerzos para apoyar la oferta y reforzar la capacidad de resistencia de la economía fueron, en general, limitados en 2015. Las reformas estructurales siguieron aplicándose con lentitud, al igual que en 2014, pese a los cambios introducidos en el Semestre Europeo 2015, que tenía como objetivos propiciar una mayor implicación de los países en las reformas y apoyar los esfuerzos para su aplicación. En las distintas áreas de actuación, el trabajo se centró en reforzar las condiciones marco (concretamente, mejorando la normativa en materia de insolvencia), incrementar la eficacia de las políticas activas de empleo y reducir la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo. Se dedicaron menos esfuerzos a

¹² En el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2016», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015, se presenta un análisis de la evaluación de la Comisión.






reducir la protección y aumentar la competencia en sectores de servicios protegidos, a mejorar la administración pública y a incrementar la flexibilidad salarial.

En el cuadro 1 se presentan los progresos realizados en la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015, en el que se muestra que los avances en la aplicación de muchas de las recomendaciones solo han sido limitados. Su implementación ha sido particularmente débil en los distintos países de la zona del euro, observándose avances limitados en la mayoría de las áreas en Alemania, Lituania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Eslovaquia. Entre los países de la zona del euro en los que la Comisión Europea identificó desequilibrios excesivos en 2015, Italia alcanzó un nivel de implementación algo mayor que Portugal y Francia.

Cuadro 1

Evaluación de la implementación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015 por parte de la Comisión Europea

Recomendaciones de reforma	BE	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Orange	Orange	Grey	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Dark Red	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
2	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Dark Red	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
6	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange

	= Implementadas íntegramente
	= Implementadas en su mayor parte
	= Implementadas de forma moderada
	= Implementadas de forma limitada
	= No se han implementado

Fuente: Comisión Europea, 2016 Country Reports.

Notas: Para evaluar los progresos realizados en la aplicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2015 se utilizan las siguientes categorías: No se han implementado: el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado ninguna medida para cumplir las recomendaciones. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado un estudio para evaluar las posibles medidas. Implementadas de forma limitada: el Estado miembro ha anunciado la adopción de algunas medidas para cumplir las recomendaciones, pero parecen ser insuficientes, o su adopción o aplicación corre peligro. Implementadas de forma moderada: el Estado miembro ha anunciado o adoptado medidas para cumplir las recomendaciones. Las medidas son alentadoras, pero aún no se han aplicado todas y su implementación no es segura en todos los casos. Implementadas en su mayor parte: el Estado miembro ha adoptado medidas que se han aplicado en su mayoría. Estas medidas están decididamente orientadas a cumplir las recomendaciones. Implementadas íntegramente: el Estado miembro ha adoptado y aplicado adecuadamente medidas para cumplir las recomendaciones. Las celdas sombreadas en gris indican reformas relacionadas con el cumplimiento del PEC que no fueron evaluadas en los informes sobre los países (Country Reports). Chipre y Grecia no fueron incluidos en el Semestre Europeo en 2015 porque estaban sujetas a programas de ajuste macroeconómico y, por tanto, no recibieron recomendaciones específicas.

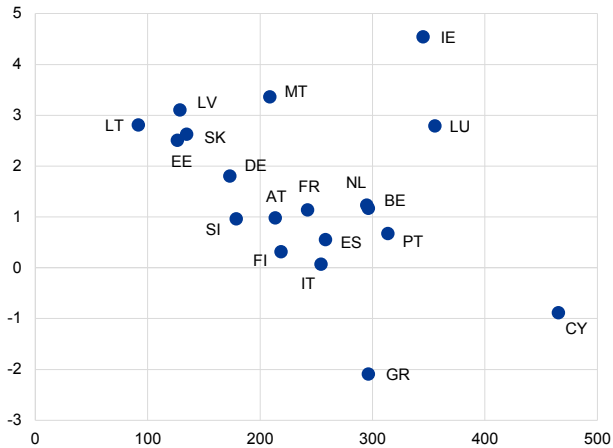
Necesidad de una aplicación más rigurosa de las reformas estructurales para dar un impulso permanente al crecimiento del PIB

En un contexto de lenta aplicación de las reformas, algunos países de la zona del euro siguen estando muy a la zaga de aquellos países que han alcanzado los mejores resultados en términos de estructuras que potencian la capacidad de resistencia de la economía e influyen en las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Este es el caso del entorno empresarial y regulatorio, así como de los mercados de productos y de trabajo. Estas diferencias ponen de manifiesto un potencial que podría aprovecharse mediante la implementación de reformas estructurales. Habida cuenta de que muchas economías todavía tienen cierto

camino por recorrer en materia de buenas prácticas, los beneficios de las reformas estructurales podrían ser sustanciales. Por ejemplo, en el informe *Doing Business* del Grupo del Banco Mundial, solo un país de la zona del euro figura entre los 10 que han registrado mejores resultados. La desaceleración del ritmo de aplicación de las reformas en 2014 y 2015 subraya la necesidad de imprimir un mayor impulso al proceso reformista para sustentar la recuperación cíclica y elevar el potencial de crecimiento. Este impulso podría apoyarse en un control más firme de las reformas estructurales y un mayor compromiso de los países de la zona del euro para beneficiarse del entorno de tipos de interés reducidos con objeto de lograr un auténtico cambio estructural en sus economías.

Gráfico 22 Crecimiento potencial medio frente a la deuda pública y privada

(eje de abscisas: deuda consolidada de los sectores público y privado, II TR 2015, en porcentaje del PIB; eje de ordenadas: crecimiento potencial medio del producto, 2016-2017)



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

El bajo crecimiento de la productividad, las elevadas tasas de desempleo y, en algunos países, los abultados desequilibrios en los saldos, como los altos niveles de deuda y unos activos exteriores netos negativos, entrañan riesgos para una recuperación económica sostenible y exigen la adopción de medidas (véase, por ejemplo, el gráfico 22). Las estimaciones disponibles procedentes de diversas instituciones internacionales (como la Comisión Europea, el FMI y la OCDE) indican que el crecimiento de la productividad total de los factores se mantendrá por debajo del 1% en los próximos tres a cinco años en la mayoría de los países de la zona del euro. Si las reformas estructurales son creíbles, se escogen con cuidado y están bien diseñadas, sus efectos positivos se podrán sentir rápidamente (por ejemplo, estimulando la confianza) y, de este modo contribuirán a la recuperación¹³. En muchos países, los mercados de productos y de trabajo, así como el entorno empresarial y regulatorio, aún precisan reformas.

La experiencia pasada muestra que los retos asociados a la aplicación de reformas varían en las distintas áreas de política económica. Esta puede ser una de las razones por las que su implementación en los mercados de productos va a la zaga de las reformas emprendidas en otros ámbitos, como el mercado de trabajo. No obstante, las reformas de los mercados de productos que facilitan el acceso a sectores protegidos pueden contribuir de manera significativa a mejorar la capacidad de ajuste de la zona del euro. Es necesario acometer reformas de gran envergadura para incrementar la competencia en profesiones reguladas, del comercio minorista y las industrias de redes, ya que se necesitan mercados abiertos y competitivos para promover una asignación eficiente de recursos e impulsar la inversión, que se mantiene en niveles muy bajos. La reducción de los trámites administrativos de las empresas, un sistema judicial más eficiente, la mejora del

¹³ Véase D. Anderson, B. Barkbu, L. Lusinyan y D. Muir, «Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth», *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, FMI, 2013, que muestra la evolución positiva del PIB a corto plazo en la zona del euro.

entorno regulatorio y el perfeccionamiento de la normativa de insolvencia y de los instrumentos de resolución también podrían favorecer mayores niveles de inversión y una asignación más eficiente de recursos. Además, persisten diferencias significativas en el funcionamiento del mercado de trabajo de los distintos países de la zona del euro. Es preciso seguir instaurando políticas orientadas a mejorar la calidad de la oferta de trabajo y facilitar la transición del desempleo o la inactividad al empleo, así como alcanzar un mayor equilibrio entre flexibilidad y seguridad cuando se ajusta la legislación laboral¹⁴.

Tras la publicación del Informe de los cinco presidentes se han adoptado medidas para impulsar la aplicación de reformas y aumentar la implicación de los países en este ámbito. En concreto, la Comisión ha formulado una propuesta de Recomendación del Consejo relativa a la creación de consejos nacionales de competitividad en la zona del euro. Estos consejos pueden contribuir a una mejor comprensión de los factores determinantes de la competitividad en cada país y en el conjunto de la zona del euro. Sin embargo, su papel e impacto a la hora de impulsar la implementación de reformas dependerá de si son plenamente independientes y de su mandato¹⁵.

2 La política monetaria en tiempos difíciles

2.1 Unas perspectivas de inflación complicadas exigieron la adopción de nuevas medidas firmes por parte del BCE

A principios de enero de 2015, el Consejo de Gobierno llevó a cabo una revisión exhaustiva de las perspectivas de evolución de los precios y del estímulo monetario logrado con las medidas aplicadas desde mediados de 2014. La evolución de la inflación continuaba siendo más débil de lo esperado en un contexto en el que el grado de holgura de la actividad económica seguía siendo considerable y la evolución monetaria y crediticia mantenía su falta de dinamismo. Como reflejo de esta situación, los indicadores de mercado de las expectativas de inflación habían caído en los diferentes horizontes temporales y la mayoría de los indicadores de inflación observada o prevista se situaron en mínimos históricos o próximos a ellos. Por tanto, el Consejo de Gobierno se enfrentaba a un mayor riesgo de un período excesivamente prolongado de inflación demasiado baja —y posiblemente negativa—. Las medidas de política monetaria aplicadas (en concreto, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico —TLTRO—, el programa de compras de bonos de titulización de activos —ABSPP— y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados —CBPP3—, junto con la política

¹⁴ Véase el artículo titulado «[Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2015.

¹⁵ Véase la comunicación de la Comisión Europea «[Medidas destinadas a realizar la Unión Económica y Monetaria](#)», 21 de octubre de 2015, y el recuadro titulado «[La creación de los consejos de competitividad en el contexto de los esfuerzos encaminados a lograr una auténtica unión económica](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015.

de *forward guidance* introducida anteriormente) ya estaban generando un grado satisfactorio de transmisión y los costes de financiación del sector privado habían comenzado a caer de forma convincente en los meses de verano. Sin embargo, dada la ampliación de la brecha entre la inflación registrada y la esperada, por una parte, y los niveles de inflación que el Consejo de Gobierno consideraba compatibles con su objetivo a medio plazo, por otra, se consideró que el impacto cuantitativo de dichas medidas sobre el balance del Eurosistema y, por ende, sobre la orientación de la política monetaria, era insuficiente para garantizar un retorno de la inflación a niveles más próximos al 2% en el medio plazo. En este contexto, se hacía necesaria una respuesta contundente de la política monetaria.

Con los tipos de interés oficiales situados en su límite inferior efectivo, o próximos a dicho límite, el 22 de enero, el Consejo de Gobierno decidió ampliar el programa de compra de activos, que se había puesto en marcha en octubre de 2014, para incluir valores con grado de inversión denominados en euros emitidos por administraciones centrales y agencias de la zona del euro e instituciones europeas. En el marco de este programa ampliado de compras de activos (APP), las compras mensuales totales de valores de los sectores público y privado ascenderían a 60 mm de euros. Las compras por parte del Eurosistema de activos del sector público en el mercado secundario comenzaron en marzo de 2015, con la previsión de que continuasen hasta finales de septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observase un ajuste sostenido de la senda de inflación que fuera compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Además, se decidió cambiar el precio de las seis TLTRO restantes y eliminar el diferencial de 10 puntos básicos con respecto al tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) que se había aplicado en las dos primeras TLTRO.

El APP y las TLTRO, junto con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, han generado resultados tangibles, en concreto mejorando las condiciones de financiación de las empresas –incluidas las pymes– y los hogares (véase sección 1.2 del capítulo 1). Al hacer más asequible el crédito para la economía, han estimulado la demanda de crédito, y al comprimir la rentabilidad ajustada por el riesgo que las entidades de crédito pueden obtener de sus valores, han animado a los bancos a diversificar sus exposiciones a favor de los préstamos, lo que ha respaldado la oferta de crédito. Como consecuencia, el gasto ha sido más sólido de lo que lo hubiera sido sin las citadas medidas, lo que se ha traducido en un mayor crecimiento del PIB real y de la inflación (véase recuadro 6).

Gracias al mayor estímulo de la política monetaria, al aumento de la confianza y al efecto favorable de los bajos precios de la energía sobre la renta disponible, la reactivación económica cobró impulso en el primer semestre del año. Las expectativas de inflación se recuperaron de forma apreciable con respecto a los mínimos que habían registrado en el mes anterior a la decisión de enero.

Sin embargo, a partir de junio y durante la mayor parte del tercer trimestre, las condiciones de financiación y el sentimiento económico volvieron a empeorar, durante un tiempo debido al aumento de la volatilidad financiera asociada a las difíciles negociaciones sobre el paquete de medidas de ayuda macroeconómica a

Grecia, pero, sobre todo, como consecuencia de la creciente y persistente preocupación sobre la situación de la economía mundial. El consiguiente deterioro de la confianza, sumado a la debilidad de la demanda externa, afectó al ritmo de la recuperación, que se desaceleró en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, las nuevas tendencias a la baja de la inflación importada, asociadas al desplome de algunas economías emergentes importantes, estaban ralentizando el proceso de repunte de la inflación que permitía prever su normalización a medio plazo.

En conjunto, como consecuencia de los acontecimientos producidos durante el verano de 2015, los expertos del BCE y del Eurosistema revisaron notablemente a la baja las perspectivas de crecimiento y de inflación de referencia en sus proyecciones (véase cuadro 2). También consideraron que los riesgos de empeoramiento de las perspectivas habían aumentado, principalmente debido a la incertidumbre en torno a la economía mundial, así como al incremento de la volatilidad de los mercados financieros, cambiarios y de materias primas. En dichas circunstancias, el Consejo de Gobierno, aunque realizaba un atento seguimiento de la nueva información disponible y, especialmente, de las implicaciones de los ajustes de los precios en los mercados financieros para la orientación de la política monetaria, consideró que la incertidumbre era demasiado elevada como para ofrecer una base suficientemente robusta para decidir si era necesario un mayor grado de acomodación. Por tanto, en su reunión de política monetaria de octubre, el Consejo de Gobierno anunció que llevaría a cabo un análisis exhaustivo de la fuerza y la persistencia de los factores que estaban ralentizando el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo, y que, en su próxima reunión de diciembre, volvería a examinar el grado de acomodación de la política monetaria así como la eficacia y la suficiencia de los instrumentos de política monetaria aplicados. El comunicado emitido tras la reunión de octubre provocó una reacción considerable en los mercados y un retorno de las condiciones de financiación a los niveles más favorables observados a principios de 2015, cuando comenzaron las compras en el marco del APP ampliado.

Cuadro 2
Evolución de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE/Eurosistema

(tasas de variación interanual)

Proyecciones/Horizonte	PIB real			IAPC		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Diciembre 2014	1,0	1,5		0,7	1,3	
Marzo 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
Junio 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
Septiembre 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
Diciembre 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6

Fuente: Eurosistema.

Finalmente, en su reunión de principios de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió recalibrar el grado de acomodación de la política monetaria teniendo en cuenta su objetivo de estabilidad de precios. Las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por los expertos del Eurosistema, que en cierta medida incorporaban la evolución favorable de los mercados financieros materializada tras la reunión de política monetaria de octubre, indicaron que era muy probable que la inflación tardara en volver a los niveles que el Consejo de

Gobierno consideraba suficientemente próximos al 2% más tiempo de lo que se había previsto a principios del año, y que los riesgos a la baja para las perspectivas de inflación habían aumentado. Aunque los bajos precios de las materias primas estaban contribuyendo a los reducidos niveles de inflación, se esperaba que el

considerable grado de holgura de la economía y las dificultades del entorno exterior continuarían afectando a las presiones inflacionistas internas. Por tanto, se precisaban nuevas medidas de política monetaria para evitar el riesgo de efectos de segunda vuelta y para garantizar el retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo.

En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió: i) reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, situándolo en el $-0,30\%$, y mantener sin variación los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito, en el $0,05\%$ y el $0,30\%$, respectivamente; ii) ampliar la fecha prevista de finalización de las compras mensuales de activos por importe de 60 mm de euros realizadas en el marco del APP hasta el final de marzo de 2017 o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en cualquier caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo; iii) reinvertir los importes reembolsados de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que vayan venciendo, durante el tiempo que sea necesario; iv) incluir instrumentos de renta fija negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro en la lista de activos admisibles para adquisiciones periódicas por los bancos centrales nacionales respectivos, y v) seguir ejecutando las operaciones principales de financiación y las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena mientras sea necesario, y al menos hasta que finalice el último período de mantenimiento de reservas de 2017.

El objetivo de las nuevas medidas era asegurar la continuidad de las condiciones financieras acomodaticias y servir de refuerzo adicional al considerable impacto expansivo de las medidas adoptadas desde junio de 2014. También iban destinadas a reforzar el dinamismo de la recuperación económica de la zona del euro y a aumentar su resistencia frente a perturbaciones en la economía mundial.

En concreto, se prevé que la ampliación de la fecha prevista de finalización de las compras netas de activos por parte del Eurosistema en el marco del APP hasta el final de marzo de 2017 y la decisión de reinvertir los importes reembolsados de los valores a medida que vayan venciendo durante el tiempo que sea necesario, aportarán, antes de 2019, en torno a 680 mm de euros de liquidez adicional a la que se hubiera generado con las políticas anteriores. Ello reforzará las indicaciones del BCE sobre la evolución futura de los tipos de interés (*forward guidance*) y garantizará que las condiciones de liquidez sigan siendo muy favorables a largo plazo.

El Consejo de Gobierno realiza un seguimiento continuo de la situación económica y financiera. Asimismo, este órgano dejó claro que, si esta situación cambiara de forma que se hiciera necesaria una nueva respuesta para mantener un grado adecuado de acomodación monetaria, tiene la disposición y la capacidad para actuar utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato a fin de asegurar el retorno de la inflación a su objetivo sin demora injustificada. En especial,

recordó que el APP ofrece flexibilidad suficiente para ajustar su volumen, composición y duración.

Recuadro 6

La transmisión de las medidas de política monetaria a los mercados financieros y a la economía real

La transmisión de las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 a la economía de la zona del euro ha sido notable¹⁶. El estímulo aportado se ha traducido en una relajación significativa de las condiciones de financiación para la economía y ha sido un importante factor de sustento de la recuperación de la zona del euro, que ha ayudado a detener la desinflación y a acercar las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. En este recuadro se resume la evidencia disponible sobre la transmisión de las medidas del BCE¹⁷.

La transmisión se ha producido a través de varios canales¹⁸. En primer lugar, las medidas no convencionales han mejorado las condiciones de financiación del sector privado no financiero al relajar las condiciones de financiación de las entidades bancarias y fomentar la creación de nuevos préstamos, favoreciendo así la demanda de crédito y el gasto dedicado a inversión y consumo (canal de transmisión directa). En segundo lugar, los rendimientos de una amplia gama de activos se han reducido y, por tanto, el estímulo se ha transmitido de forma más general a la economía (canal de recomposición de las carteras). En tercer lugar, la puesta en marcha de medidas no convencionales, sobre todo las que tienen un efecto significativo en el balance de los bancos centrales, ha subrayado el compromiso del BCE con el mandato de mantener la estabilidad de precios (canal de señalización).

Impacto en los activos financieros de referencia

El impacto de las medidas anunciadas desde junio de 2014 en los mercados financieros es el primer eslabón de la cadena de transmisión de los impulsos de la política monetaria a la economía real y, en última instancia, a la inflación¹⁹. Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el programa de compra de activos (APP), combinados con el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, han tenido un considerable impacto expansivo en múltiples segmentos del mercado financiero. Cabe destacar que los rendimientos de la deuda soberana se han visto comprimidos por las compras de activos y a través del canal de recomposición de las carteras. Las adquisiciones de activos por parte del BCE, junto con su política de *forward guidance*, han contribuido a reducir el riesgo de duración medio de la cartera del sector privado y, a su vez, ello ha generado una caída del precio aplicado por los inversores a los préstamos a más largo plazo –prima por plazo–. Además, la transmisión a los rendimientos de

¹⁶ Véase también C. Altavilla, C. Carboni y R. Motto, «Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1864, BCE, noviembre de 2015.

¹⁷ Para un análisis más amplio de la evidencia, véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015, así como la literatura a la que remite.

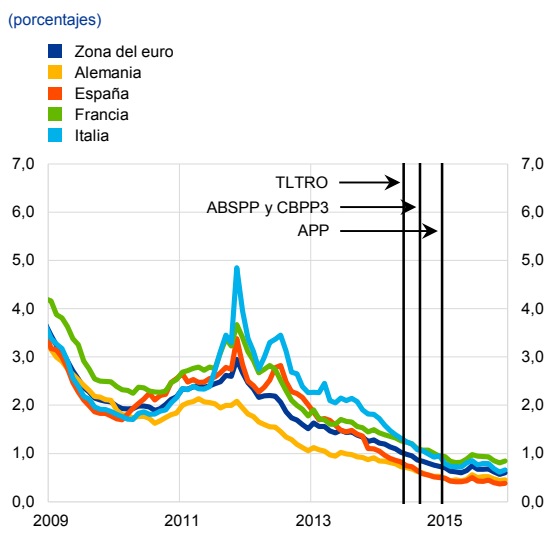
¹⁸ Para más detalles, véase el artículo titulado «The role of the central bank balance sheet in monetary policy», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2015.

¹⁹ Véase el artículo titulado «The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015, y, en particular, el recuadro 2, para obtener más detalles y evidencia basada en el estudio de eventos.

otros activos no admisibles en el APP, como los valores de renta fija privada del sector financiero y no financiero, se han traducido en un estrechamiento significativo de los diferenciales de crédito en el mismo período. Estos efectos, en conjunción con unos tipos de descuento más bajos debido a la caída de los rendimientos de la renta fija, también han provocado presiones al alza sobre las cotizaciones bursátiles. La anticipación, el anuncio y la aplicación de las medidas de política monetaria, incluidas las tres reducciones del tipo de la facilidad de depósito desde mediados de 2014, también han contribuido a la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, dado que los inversores han recompuesto sus carteras en detrimento de los instrumentos de renta fija de la zona del euro de menor rentabilidad y en favor de los activos de mayor rentabilidad de fuera de la zona del euro.

Gráfico A

Coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante depósitos y mediante deuda



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.
 Notas: La media de los tipos de interés de los nuevos depósitos y el coste de financiación mediante deuda se han ponderado con los correspondientes saldos vivos. Las líneas verticales indican las fechas de anuncio de las respectivas medidas.

El marcado descenso del coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda en los países de la zona del euro (véase gráfico A)²⁰.

Condiciones de concesión de los préstamos bancarios

La considerable relajación de las condiciones de financiación de las entidades de crédito en un entorno de aumento de la competencia entre prestamistas²¹ mejoró la transmisión de las medidas

Costes de financiación de las entidades de crédito en los mercados

Las medidas de política monetaria han reducido sustancialmente los costes de financiación de las entidades de crédito en los mercados, un elemento esencial de la cadena de transmisión en una economía fundamentalmente bancaria. En primer lugar, lo han conseguido directamente al permitir sustituir las fuentes de financiación más costosas y a más corto plazo por financiación mediante TLTRO. En segundo lugar, lo han logrado indirectamente, al comprimir sustancialmente los rendimientos a medio y a largo plazo de una amplia gama de activos financieros, incluidos los instrumentos de financiación bancaria. Estas mejoras han resultado en una mayor relajación de las condiciones de financiación que se aplican a las entidades de crédito, independientemente del volumen de liquidez obtenido en las operaciones de financiación del Eurosistema (incluidas las TLTRO), tal como evidencia el

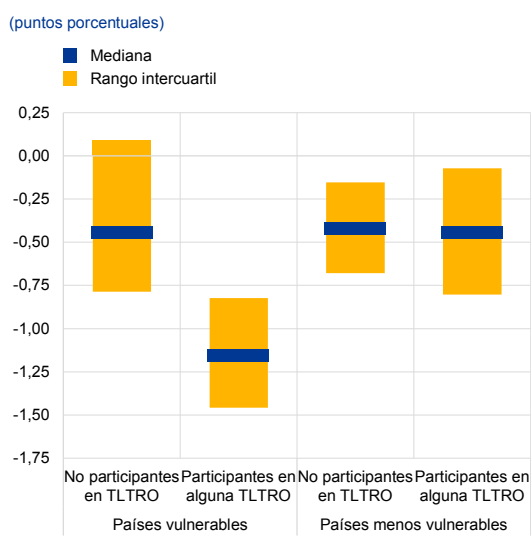
²⁰ Las respuestas de las entidades de crédito a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman el papel determinante que han desempeñado las medidas no convencionales del BCE en estos desarrollos. Alrededor de una cuarta parte de los participantes en la encuesta de julio de 2015 indicó que las TLTRO habían contribuido a relajar sus condiciones de acceso a la financiación en los mercados. El impacto positivo del APP es incluso más generalizado, dado que casi la mitad de los bancos participantes en la encuesta de abril de 2015 identificó un efecto favorable en las condiciones de financiación de mercado.

de política monetaria del BCE a las condiciones del crédito bancario y redujo la fragmentación entre países de la zona del euro.

Con anterioridad a la adopción de medidas a partir de junio de 2014, gran parte de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE —un total acumulado de 125 puntos básicos entre septiembre de 2011 y junio de 2014— no se reflejaba de forma completa y homogénea en la disminución de la mediana del tipo de interés de los préstamos. Desde la primavera de 2014, las medidas adoptadas por el BCE han contribuido a rebajar significativamente los tipos de interés del crédito bancario. De hecho, mientras que los tipos de interés oficiales del BCE se redujeron 20 puntos básicos entre junio y septiembre de 2014, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro descendieron aproximadamente 80 puntos básicos hasta octubre de 2015. Las estimaciones de los expertos del BCE sugieren que, sobre la base de regularidades pasadas observadas antes de la crisis, para conseguir un efecto similar en los tipos de los préstamos bancarios a empresas hubiera sido precisa una reducción de los tipos de interés oficiales de alrededor de 100 puntos básicos. Esto indica que el APP y las TLTRO también han favorecido la transmisión de la orientación de la política monetaria del BCE.

Gráfico B

Variaciones de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico cubre el período comprendido entre junio de 2014 y julio de 2015. En los países «vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye diez entidades de crédito y el grupo de «participantes en alguna TLTRO» comprende 49 entidades. En los países «menos vulnerables», el grupo de «no participantes en TLTRO» incluye 71 entidades de crédito y el grupo de «participantes en alguna TLTRO» comprende 43 entidades.

En concreto, la transmisión de la orientación de la política monetaria del BCE ha mejorado en los países más afectados por la crisis, reflejando una disminución de la fragmentación. De hecho, los descensos de los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras tras las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE desde junio de 2014 fueron sustancialmente mayores (en torno a 110-140 puntos básicos) en los países de mayor tamaño más afectados por la crisis. Ello puede deberse, en parte, a los efectos de las TLTRO, ya que las entidades de crédito ubicadas en dichos países que participaron en al menos una de las cuatro primeras TLTRO han rebajado los tipos de sus créditos, en términos de mediana, en mayor medida que las entidades que no han participado en dichas operaciones (véase gráfico B). Al mismo tiempo, la participación en las TLTRO no pareció afectar, de forma sistemática, a los tipos de interés de los préstamos bancarios en otros países, sobre todo debido a que la transmisión de las variaciones de los tipos de interés

²¹ Según se indicó en las respuestas de las entidades de crédito a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, entre los factores que afectaron a los criterios de concesión, la competencia ha sido el principal factor impulsor de la relajación de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas.

oficiales del BCE ha estado básicamente en línea con regularidades pasadas en estas economías²². En conjunto, el análisis de los expertos corrobora que el impacto directo de las TLTRO y los efectos indirectos de las TLTRO o del APP en los rendimientos de la deuda han contribuido a la caída observada en los tipos de interés de los préstamos. Los efectos indirectos se han visto reforzados por el impacto favorable de los menores rendimientos a largo plazo sobre las perspectivas macroeconómicas y, por tanto, sobre el componente de riesgo de crédito implícito en los tipos de interés de los préstamos.

Volúmenes de crédito

Las TLTRO y el APP se están traduciendo en una mejora de las condiciones de oferta y de demanda de crédito, respaldando así la recuperación gradual del volumen de préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (véanse gráficos C y D y la sección 1.5 del capítulo 1). La oferta de crédito se ha fortalecido en un entorno de condiciones de financiación más favorables para las entidades de crédito y en el que la concesión de préstamos resulta más atractiva, ya que la disminución de los rendimientos de la deuda soberana ha inclinado la rentabilidad de los activos ajustada por el riesgo a favor de los préstamos²³. Asimismo, la demanda de crédito ha seguido mejorando, sustentada en los tipos de interés más bajos de los préstamos, en la relajación de los criterios de aprobación del crédito y en las mayores necesidades de financiación de la inversión.

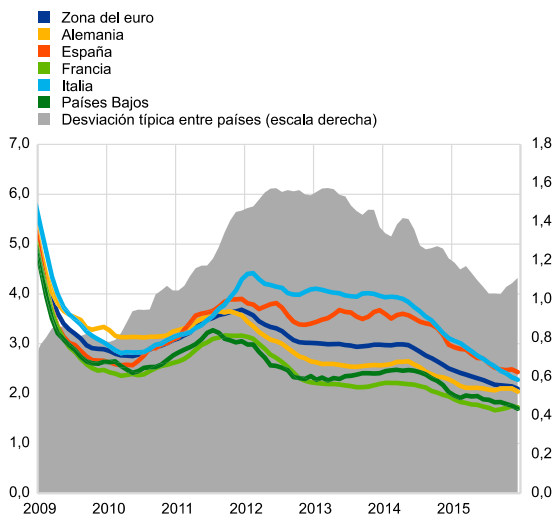
²² Sin embargo, en las TLTRO también aumentó la solicitud de fondos por parte de entidades de crédito de otros países durante el episodio de revisión de precios en los mercados de renta fija, entre abril y junio de 2015, cuando se encareció la financiación en los mercados. Es probable que este hecho haya suavizado el endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades de crédito en los mercados.

²³ En sus respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2015, las entidades indicaron que esperaban que, en futuras TLTRO, una mayor parte de los fondos obtenidos se emplearía para conceder préstamos, y una parte menor, para adquirir otros activos. Asimismo, un gran número de participantes en la encuesta de abril de 2015 señaló que esperaba utilizar la mayor liquidez recibida del APP para otorgar préstamos.

Gráfico C

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras

(porcentajes, media móvil de tres meses)



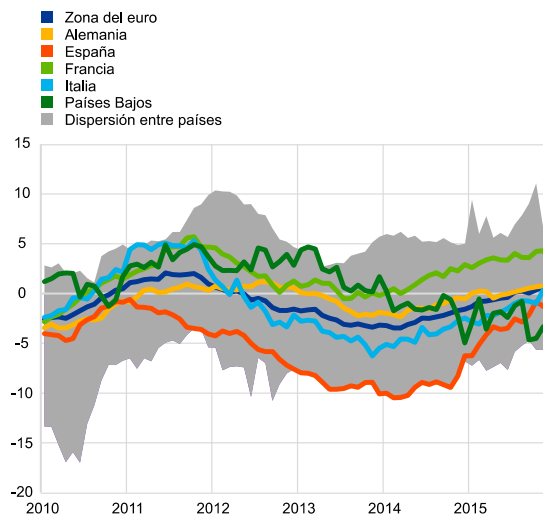
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador del coste total de financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a octubre de 2015.

Gráfico D

Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

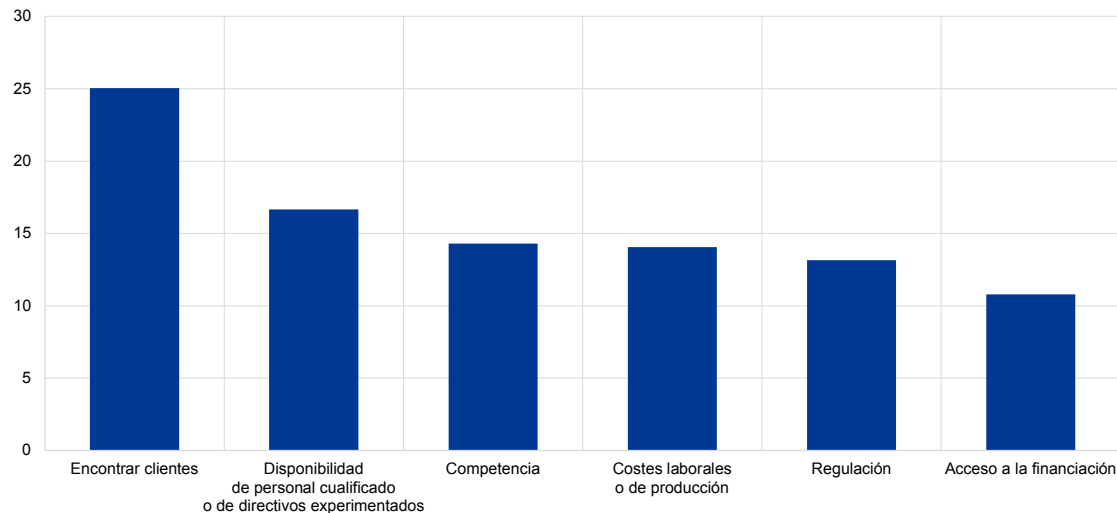
Notas: Ajustados de titulizaciones y otras transferencias. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a septiembre de 2015.

Las medidas del BCE han afectado incluso a las empresas más pequeñas, a las que es generalmente más difícil transmitir los efectos de la política monetaria. En la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas publicada en diciembre de 2015, un menor número de pymes señaló que el crédito había sido un factor limitador de su actividad, aunque seguía habiendo diferencias considerables entre países (véase gráfico E).

Gráfico E

Problemas más importantes que afrontan las pymes de la zona del euro

(porcentaje de encuestados)

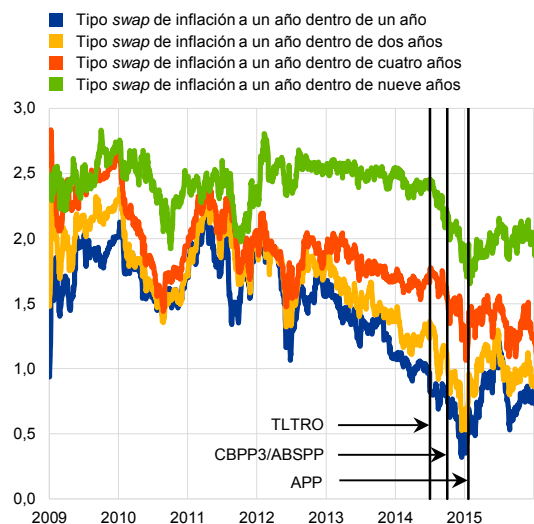


Fuente: Encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro, diciembre de 2015.

Gráfico F

Expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado

(tipos swap de inflación implícitos, en porcentaje)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: La observación más reciente corresponde al 19 de noviembre de 2015.

Impacto sobre la economía

En conjunto, la evidencia confirma que los beneficios de las medidas de política monetaria del BCE son tangibles. Las medidas anunciadas desde junio de 2014 en este ámbito han dado lugar a una revisión a la baja de las expectativas del mercado relativas a los tipos de interés a corto plazo en el futuro. En un entorno en el que la nueva caída de los precios del petróleo ha incrementado el riesgo de una tendencia a la baja más persistente de la inflación a medio plazo, las medidas han contribuido a detener el descenso de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación (véase gráfico F). Por tanto, junto con la disminución de los rendimientos nominales de la renta fija, las medidas han contribuido a reducir los tipos de interés reales y a relajar la orientación de la política monetaria para respaldar la recuperación de la zona del euro, así como a aproximar la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

Las estimaciones empíricas realizadas en el seno del Eurosistema²⁴ sugieren que sin las medidas del BCE, la inflación sería medio punto porcentual más baja en 2016 y alrededor de un tercio de punto porcentual inferior en 2017. El impacto sobre el PIB también es considerable: se estima que las medidas del BCE aumentarán el PIB en casi un 1 punto porcentual en el período 2015-2017.

2.2 Ejecución sin contratiempos del programa de compra de activos y de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico en 2015

Volúmenes adquiridos en el marco del programa ampliado de compra de activos

El programa de compra de activos (APP) combina adquisiciones de tres clases de valores: i) valores del sector público en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP), que se puso en marcha en marzo de 2015; ii) bonos garantizados en el contexto del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), que se inició en octubre de 2014; y iii) bonos de titulización de activos (ABS) al amparo del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), que comenzó en noviembre de 2014.

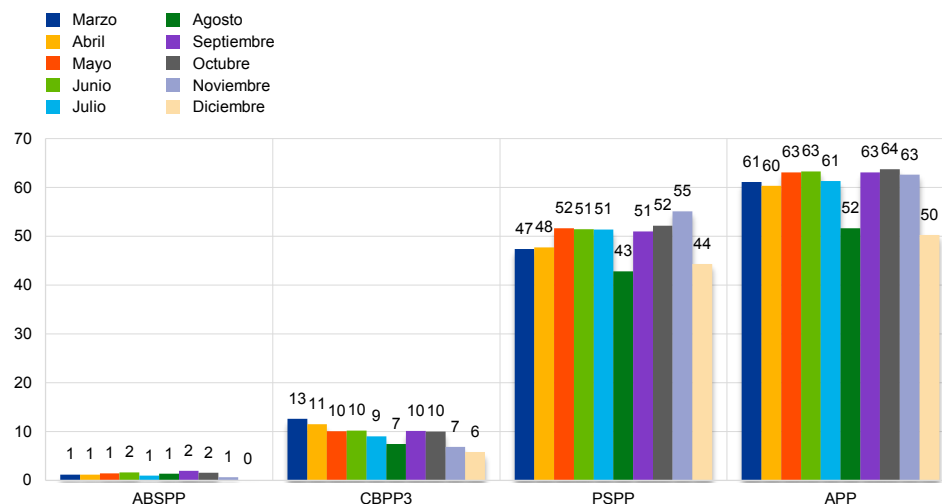
En conjunto, las compras mensuales de activos realizadas en 2015 en el contexto del APP ascendieron, en promedio, a 60 mm de euros, en línea con el objetivo fijado por el Consejo de Gobierno. En general, los programas de compras de activos se ejecutaron sin contratiempos. La mayor parte del volumen total de compras efectuadas en marco del APP corresponde, con diferencia, a las adquisiciones de valores públicos realizadas al amparo del programa PSPP (véase gráfico 23). Las condiciones generales de los mercados contribuyeron a que se alcanzaran los volúmenes establecidos como objetivo, aunque hubo algunos episodios de ligera disminución de la liquidez en los mercados durante el verano, principalmente en los países más pequeños de la zona del euro.

²⁴ Estos resultados se basan en estimaciones obtenidas de un conjunto de modelos, que abarca series temporales, modelos macrofinancieros y modelos DSGE, según los cuales el APP afecta a la inflación y al crecimiento principalmente a través del canal de duración de los bonos, contribuyendo de esta forma al aplanamiento de la curva de rendimientos, así como a través de los canales de tipos de cambio y de crédito para algunos modelos.

Gráfico 23

Compras mensuales en el marco del APP y programas de compra que lo integran

(mm de euros)



Fuente: BCE.

El APP se ha diseñado de forma que permite que se aplique con flexibilidad para evitar que las compras de bonos interfieran en el mecanismo de formación de precios en los mercados y para mantener la liquidez de los mismos, y la pauta que siguieron las compras mensuales reflejó esta flexibilidad. Por ejemplo, debido a las expectativas de que la liquidez en los mercados disminuiría en el verano y hacia finales de año, el Eurosistema adelantó compras de valores en contexto del APP incrementándolas por encima del objetivo de 60 mm de euros durante varios meses y permitiendo que fueran inferiores a dicho objetivo en agosto y diciembre.

En la ejecución práctica del programa, las adquisiciones de bonos también reaccionan ante las señales de escasez de determinados bonos. En la medida de lo posible, el Eurosistema evita la compra de los bonos entregables más baratos en los contratos de futuros, bonos con características especiales en el mercado de repos, o bonos cuya liquidez sea relativamente limitada por otros motivos. En el [sitio web del BCE](#) pueden consultarse más detalles sobre la ejecución del programa.

Los rendimientos de la deuda soberana se situaron en niveles históricamente reducidos en varias ocasiones durante 2015, y una parte significativa de los bonos admitidos en el PSPP se negoció con rendimientos inferiores al tipo de interés de la facilidad de depósito en algunos países. Esto hizo que disminuyera la cantidad de bonos disponibles para su compra en el marco del PSPP, ya que no se efectúan compras de bonos con rendimientos inferiores al tipo de interés de la facilidad de depósito. A finales de noviembre, esto reflejaba, entre otras cosas, las expectativas de los mercados de que el BCE volvería a reducir el tipo de la facilidad de depósito. La proporción de bonos no disponibles para su compra por su bajo rendimiento cayó de manera acusada después de que el Consejo de Gobierno decidiera recortar el tipo de la facilidad de depósito hasta el $-0,30\%$ en diciembre de 2015.

Operaciones de préstamo de valores en el marco del PSPP

Para evitar que el PSPP distorsione el funcionamiento del mercado de deuda pública de la zona del euro, la mayoría de los bancos centrales del Eurosistema (incluido el BCE) han puesto en marcha mecanismos de préstamo de valores. El mecanismo del BCE permite que los creadores de mercado tomen prestados valores que el BCE mantiene al amparo del PSPP y del programa para los mercados de valores (SMP). Los criterios específicos aplicables a las operaciones de préstamo de valores pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#). En general, los participantes en el mercado consideran que las facilidades de préstamo de valores del Eurosistema son una característica del APP que genera confianza.

Ampliación de la lista de agencias

El Eurosistema amplió la lista de agencias cuyos valores pueden adquirirse en el marco del PSPP en dos ocasiones durante 2015, en abril y junio, pasando de siete a 30 agencias al final del año, lo que debería facilitar la ejecución del programa. Al ampliar la lista se tuvieron en cuenta consideraciones de política monetaria y de gestión de los riesgos.

Incremento del límite por emisión

Como parte de las medidas para mantener una ejecución flexible y neutral al mercado del PSPP, el Eurosistema incrementó el límite por emisión en el marco del PSPP. Desde el inicio del PSPP, este límite estuvo fijado en el 25%, lo que implicaba que las tenencias agregadas del Eurosistema de cualquier valor admitido en el PSPP no debían superar el 25% del saldo nominal. No obstante, en el contexto de una revisión programada, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el límite al 33% en septiembre de 2015. En los casos en los que un aumento de las tenencias del Eurosistema permita que se alcance una minoría de bloqueo en relación con las cláusulas de acción colectiva, el límite por emisión se mantenía en el 25%.

Admisión en el PSPP de deuda emitida por administraciones regionales y locales

El 3 de diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió que los instrumentos de deuda negociables denominados en euros emitidos por administraciones regionales y locales de la zona del euro pudieran ser adquiridos por parte de los bancos centrales nacionales respectivos en el marco del PSPP. Esta decisión se refería únicamente a la deuda de las administraciones regionales y locales que cumpliera todos los demás criterios de admisión, en particular el requisito de calificación crediticia mínima indicado en la Decisión del BCE sobre un programa de compras de valores públicos en mercados secundarios (Decisión BCE/2015/10). La

ampliación del conjunto de valores susceptibles de ser adquiridos al amparo del PSPP mediante la incorporación de deuda de las administraciones regionales y locales aumentó en mayor medida la flexibilidad del programa, y de este modo contribuyó a que las compras se siguieran efectuando sin contratiempos. Las adquisiciones de este tipo de valores en el PSPP comenzaron a realizarse a principios de 2016, una vez modificados los actos jurídicos pertinentes.

Adquisiciones de deuda soberana que no cumple el criterio de calificación crediticia en el marco del PSPP

Para poder ser adquiridos en el marco del PSPP, los valores deben tener una calificación crediticia equivalente al menos a la categoría 3 (CQS3) de la escala de calificación armonizada del Eurosistema, como se establece en la Decisión BCE/2015/10. Según estas normas, los valores emitidos por las administraciones centrales de los países de la zona del euro sujetos a un programa de asistencia financiera solo pueden adquirirse si el Consejo de Gobierno ha suspendido la aplicación del umbral de calidad crediticia del Eurosistema. En 2015, esta suspensión solo se aplicó a la deuda pública de Chipre, que se adquirió durante dos períodos, del 3 al 17 de julio y del 6 de octubre al 4 de noviembre. Estas compras se efectuaron tras la finalización con éxito de la sexta y séptima evaluaciones del programa de asistencia financiera de la UE y el FMI a este país. Las fechas de suspensión señalaron el inicio de nuevas evaluaciones del programa.

En 2015 no se realizaron adquisiciones de deuda soberana griega en el marco del PSPP, ya que no se cumplieron los requisitos para suspender la aplicación del umbral de calidad crediticia del Eurosistema.

Subastas inversas en marco del PSPP

Durante el mes de octubre, la Banque de France, el De Nederlandsche Bank y el Lietuvos bankas pusieron en marcha un programa de subastas inversas a modo de prueba, con el fin de adquirir experiencia en la realización de este tipo de subastas mediante la compra de valores emitidos por administraciones públicas, agencias y organismos supranacionales en el marco del PSPP. El período de prueba llegó hasta diciembre y acabó con la conclusión de que las subastas inversas pueden ser un método de compra complementario de utilidad en los segmentos menos líquidos del mercado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno aprobó la realización de este tipo de subastas por parte de algunos BCN al amparo del PSPP en segmentos específicos del mercado²⁵ como complemento a las compras bilaterales.

²⁵ Para más información, véase el [sitio web del BCE](#).

Ajustes en el proceso de compras del ABSPP

En septiembre, el BCE anunció un aumento de la proporción de compras realizadas por los bancos centrales nacionales en el ABSPP, frente a la correspondiente a los gestores externos. Desde el 27 de octubre de 2015, la Banque de France (que pasó a cubrir un mayor número de jurisdicciones) y el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique han pasado a realizar operaciones de compra en calidad de gestores de activos del Eurosistema. Además, el BCE decidió ampliar los contratos de dos de los gestores externos de activos designados para ejecutar este programa (Amundi y NN Investment Partners)²⁶.

Principios rectores del ABSPP

En las primeras fases de la ejecución del ABSPP, los participantes en el mercado señalaron la necesidad de entender mejor las preferencias del Eurosistema en relación con los ABS que pretendía adquirir. A principios de julio, el BCE respondió a estas peticiones con la publicación del documento titulado *Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs* con el objetivo de aumentar la transparencia y explicar las preferencias del Eurosistema respecto de las características de los ABS. En general, los participantes en el mercado reaccionaron positivamente a la publicación de este documento, que puede consultarse en el [sitio web del BCE](#).

Ejecución de las TLTRO

En 2015 continuaron adjudicándose las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y se realizaron cuatro de estas operaciones. El objetivo de estas operaciones es que aumente el crédito bancario al sector privado no financiero de la zona del euro. En junio de 2014 se anunció la realización de ocho TLTRO con periodicidad trimestral, así como que la última operación se adjudicaría en junio de 2016. El importe total adjudicado en las dos primeras operaciones efectuadas en septiembre y diciembre de 2014 fue de 212,4 mm de euros. En las otras seis operaciones previstas entre marzo de 2015 y junio de 2016, las entidades de contrapartida pueden obtener financiación adicional, dependiendo de que la evolución de los préstamos computables de las entidades de crédito supere el valor de referencia fijado para cada entidad²⁷. A mayor volumen de préstamos concedidos por las entidades por encima del valor de referencia, mayor será el importe de la financiación que podrán obtener (es decir, hasta tres veces la diferencia positiva). El tipo de interés de estas seis TLTRO es igual al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema vigentes en el momento de su realización y se mantiene fijo durante el período de vigencia de la TLTRO. Todas las TLTRO vencerán en septiembre de 2018, y en septiembre de

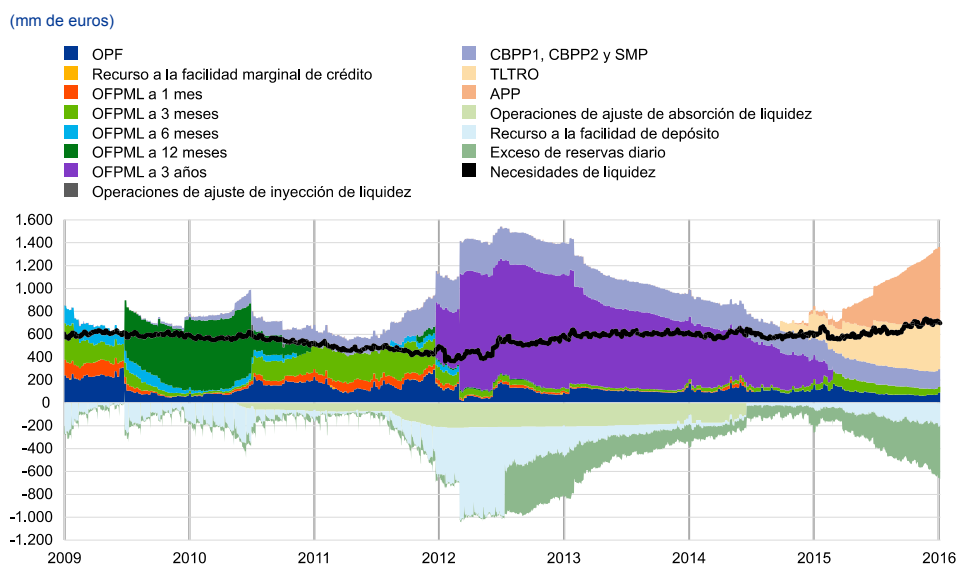
²⁶ Para más información, véase el [sitio web del BCE](#).

²⁷ El valor de referencia se determina teniendo en cuenta la financiación neta concedida por cada entidad de contrapartida al sector privado no financiero de la zona del euro, excluidos los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, registrada en los doce meses anteriores al 30 de abril de 2014.

2016 comenzarán a realizarse los reembolsos anticipados tanto obligatorios como voluntarios.

En las cuatro operaciones de 2015 se adjudicaron 205,4 mm de euros (97,8 mm de euros en marzo, 73,8 mm de euros en junio, 15,5 mm de euros en septiembre y 18,3 mm de euros en diciembre), contribuyendo a la expansión del balance del Eurosistema como se muestra en el gráfico 24. En las operaciones realizadas en 2015 participaron un total de 239 entidades de contrapartida. Como se permitió que, bajo determinadas condiciones, las entidades de crédito que carecían de la cartera crediticia necesaria se unieran a entidades que disponían de carteras de préstamos admisibles para formar «grupos TLTRO», en las operaciones realmente participaron 845 entidades de crédito. De este modo, un elevado número de entidades de contrapartida de la zona del euro continuó teniendo acceso a las operaciones. Al trasladar los menores costes de financiación a las condiciones de concesión del crédito, las entidades participantes lograron mejorar su posición competitiva en el mercado de crédito y contribuyeron a la relajación de las condiciones de concesión del crédito.

Gráfico 24
Balance del Eurosistema



Fuente: Eurosistema.

Durante 2015, la participación en las TLTRO disminuyó a medida que, por diversos motivos, fueron perdiendo atractivo para las entidades de contrapartida. En primer lugar, la caída de los tipos de interés de mercado resultante del aumento de los niveles de exceso de liquidez y de las expectativas de una relajación adicional de la orientación expansiva del BCE redujo el incentivo de precio para las entidades de crédito. Además, habida cuenta de que todas las TLTRO vencerán el mismo día en 2018, cada nueva TLTRO tiene un plazo de vencimiento más corto que la anterior. En segundo lugar, las entidades a las que el precio les podía seguir resultando interesante ya habían obtenido volúmenes sustanciales de financiación en TLTRO previas y querían utilizar primero esos fondos. En tercer lugar, el sector bancario no

experimentó las fuertes tensiones de financiación que hicieron atractivas las TLTRO anteriores.

Los participantes en el mercado no siempre anticiparon correctamente la participación en las distintas TLTRO, lo que provocó leves ajustes de los tipos *forward*. Por lo que se refiere a la operación de marzo de 2015, un sondeo de Reuters predijo que se solicitarían fondos por importe de 40 mm de euros, mientras que la financiación realmente adjudicada ascendió a 97,8 mm de euros. Los tipos *forward* experimentaron un ligero descenso tras el anuncio del resultado de la adjudicación, sugiriendo que las expectativas en cuanto al importe que se adjudicaría en las futuras TLTRO y el exceso de liquidez se habían revisado al alza. En opinión de los participantes en el mercado, la mayor financiación solicitada fue una expresión de la confianza de las entidades en la demanda futura de préstamos y se esperaba que contribuyera a respaldar al crédito a la economía real. La situación fue la contraria en la operación de septiembre, ya que los 15,5 mm de euros adjudicados fueron sustancialmente inferiores a las expectativas del mercado. La reacción del mercado fue débil porque la relevancia de los importes adjudicados en las TLTRO había empezado a disminuir en un momento en el que el exceso de liquidez ya era elevado (unos 470 mm de euros) y los tipos de interés ya se encontraban en niveles reducidos. Una causa importante de la caída de la financiación solicitada fue la tendencia a la baja de los tipos de mercado observada durante 2015, ya que redujo el atractivo de las TLTRO frente a la financiación de mercado. En general, las sorpresas de los mercados parecen haber reflejado las dificultades de los participantes para estimar los importes máximos que podrían tomar prestados las entidades de crédito y, por lo tanto, también los fondos que podrían solicitar dichas entidades.

Las TLTRO contribuyeron a los niveles de exceso de liquidez y respaldaron la vida media de las operaciones del Eurosistema y, de este modo, ejercieron presiones adicionales a la baja sobre los tipos de interés del mercado monetario. Aunque determinadas entidades de crédito dejaron de participar en las OPF, en las OFPML a tres meses y en las OFPML a tres años para hacerlo en las TLTRO, el importe adjudicado en estas superó considerablemente este efecto de sustitución, de forma que el exceso de liquidez se incrementó cada vez que se adjudicó una TLTRO (véase recuadro 7).

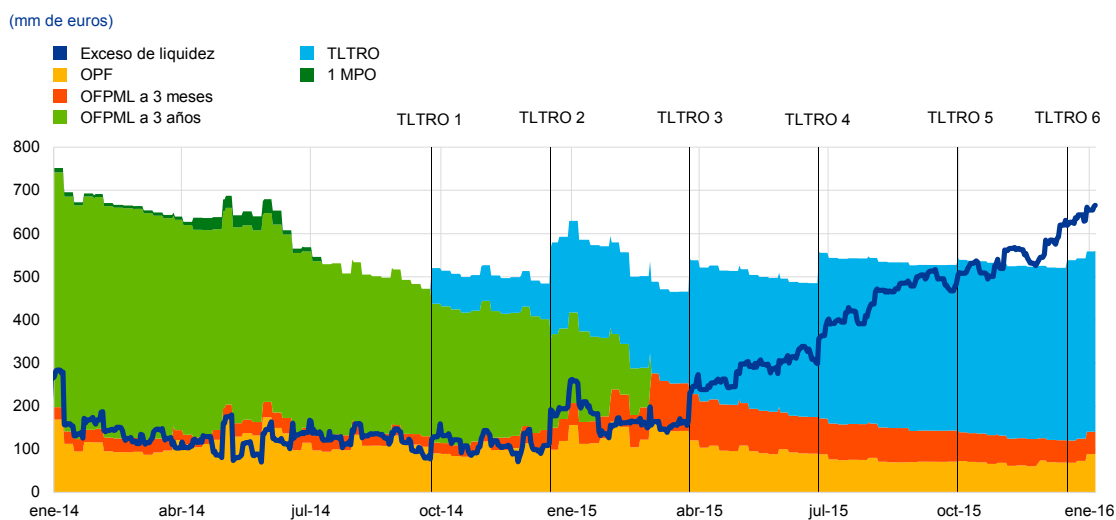
Recuadro 7

Participación en las operaciones de financiación

El Eurosistema continuó ofreciendo liquidez a través del procedimiento de subasta con adjudicación plena en sus operaciones regulares de financiación, es decir, en las operaciones principales de financiación (OPF) y en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses. En consecuencia, como en años anteriores desde 2008, el importe vivo de estas operaciones estuvo determinado por la demanda de liquidez del Eurosistema por parte de las entidades de contrapartida.

Gráfico A

Exceso de liquidez y participación en las operaciones regulares de financiación y en las TLTRO



Fuente: Eurosistema.

Notas: Las líneas verticales negras indican la liquidación de una TLTRO. «1 MPO» se refiere a la operación especial con plazo de un período de mantenimiento que dejó de realizarse en junio de 2014.

La participación en las operaciones de financiación del Eurosistema lleva fluctuando en torno al nivel de 500 mm de euros desde mediados de 2014, pero la composición ha cambiado gradualmente a favor de las TLTRO (véase gráfico A). Durante ese período, el saldo total de las operaciones vivas alcanzó un máximo de 629 mm de euros a principios de 2015 y un mínimo de 465 mm de euros en marzo de 2015. Para finales de febrero de 2015 habían vencido las OFPML a tres años, pero las entidades con acceso a financiación en las TLTRO ya comenzaron a sustituir los fondos obtenidos en las OFPML a tres años con fondos de las TLTRO a partir de septiembre de 2014. En este proceso de sustitución no participaron necesariamente las mismas entidades, aunque, en términos agregados, el saldo de las operaciones vivas permaneció en torno a los 500 mm de euros. Cuando vencieron las OFPML a tres años, las entidades primero aumentaron el recurso a las OPF y a las OFPML a tres meses hasta obtener casi 276 mm de euros, antes de reducirlo gradualmente hasta situar el saldo vivo en 126 mm de euros en diciembre de 2015.

La liquidación trimestral de las nuevas TLTRO hizo que el exceso de liquidez aumentara en términos netos en cada ocasión, aunque el efecto fue temporal debido a la tendencia a la baja observada en las operaciones regulares. De hecho, la participación en las operaciones regulares y en las OFPML a tres años próximas al vencimiento fue más que compensada por la participación en las TLTRO, de forma que el exceso de liquidez y el saldo vivo total de la financiación aumentaron temporalmente con cada liquidación de una TLTRO (véase gráfico A). El incremento del exceso de liquidez resultante de la ejecución del programa de compra de activos y la mejora en el acceso a los mercados para algunas entidades explicaron la pérdida de interés en las operaciones regulares a lo largo del año.

El volumen total de activos de garantía pignorados en las operaciones de política monetaria del Eurosistema continuó disminuyendo en 2015, como consecuencia de las menores necesidades de liquidez de las entidades de contrapartida del Eurosistema. El descenso más acusado se observó en los bonos simples de entidades de crédito, aunque fue también sustancial para los valores de las administraciones centrales y regionales y para otros activos negociables. En cambio, el uso de

valores de renta fija privada, de bonos de titulización de activos y de préstamos y créditos se mantuvo estable.

Recuadro 8

Provisión de liquidez al sistema bancario griego en un período de intensificación de las tensiones

De forma paralela a la normalización de las condiciones de financiación de Grecia, su sistema bancario experimentó una mejora en lo que respecta a las condiciones de financiación y el clima de los mercados durante la mayor parte de 2014, lo que se tradujo en una reducción sustancial de su dependencia de la financiación del banco central, incluido el reembolso íntegro de la provisión de liquidez de emergencia (ELA, en sus siglas en inglés)²⁸. No obstante, la incertidumbre política provocó cuantiosas retiradas de depósitos y un aumento de las tensiones en el mercado financiero durante la primera mitad de 2015. En consecuencia, se reanudó la dependencia de la ELA, al tiempo que se incrementó el recurso a la financiación del banco central. Las tensiones en los mercados disminuyeron y los depósitos se estabilizaron durante el verano, tras el acuerdo sobre el tercer programa de ajuste macroeconómico alcanzado entre Grecia y los demás países de la zona del euro. En líneas generales, durante 2015 hubo tres fases de tensiones en el mercado financiero griego.

Primera fase: mayor recurso a las operaciones del Eurosistema (diciembre de 2014-enero de 2015)

A medida que aumentó la preocupación de los mercados sobre el futuro del programa de ajuste macroeconómico y los acontecimientos políticos en Grecia, el sistema bancario nacional dejó de tener acceso a gran parte de la financiación de mercado. Esta pérdida de financiación consistió fundamentalmente en salidas de depósitos minoristas y mayoristas, así como en la no renovación de las líneas de financiación interbancaria con entidades de contrapartida internacionales. Como las entidades de crédito mantenían suficientes activos admisibles como garantía en las operaciones del Eurosistema, pudieron sustituir la pérdida de financiación por un mayor recurso a las operaciones de crédito del Eurosistema (principalmente, operaciones principales de financiación).

Segunda fase: recurso a la ELA y decisiones conexas (febrero de 2015-junio de 2015)

A finales de enero y principios de febrero de 2015, la inquietud en torno a la conclusión de la evaluación del segundo programa de ajuste macroeconómico de Grecia aumentó con rapidez. En diciembre de 2014 se había concedido una prórroga de dos meses, y al acercarse la finalización de dicha prórroga, ya no fue posible suponer que la evaluación se concluiría satisfactoriamente. En consecuencia, el 4 de febrero de 2015, el Consejo de Gobierno decidió levantar la suspensión del requisito de umbral mínimo de calificación crediticia aplicado a los instrumentos negociables emitidos o garantizados por la República Helénica a partir del 11 de febrero de 2015. Esto hizo que

²⁸ Para más información sobre la ELA, véase el [sitio web del BCE](#).

esos instrumentos dejaran de ser aceptados como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. Como resultado, un volumen elevado de liquidez que en esos momentos se proporcionaba a través de las operaciones de crédito del Eurosistema fue reemplazado por la liquidez suministrada por el Bank of Greece en forma de ELA.

El 24 de febrero de 2015, el Eurogrupo decidió ampliar la validez del Acuerdo Marco de Asistencia Financiera de la FEEF hasta el final de junio de 2015, con el fin de concluir satisfactoriamente la evaluación. Posteriormente, las negociaciones entre las autoridades griegas y las instituciones continuaron, pero las perspectivas financieras y el entorno macroeconómico de Grecia se deterioraron constantemente, sometiendo al sistema bancario a tensiones adicionales, principalmente a través del incremento de las salidas de depósitos, lo que se tradujo en un recurso creciente a la ELA.

A finales de junio de 2015, varios acontecimientos, entre ellos la decisión de las autoridades griegas de celebrar un referéndum y la no prolongación del segundo programa de ajuste macroeconómico de Grecia, generaron más tensiones. Estos acontecimientos tuvieron un impacto negativo en la adecuación y en la suficiencia de los activos utilizados por las entidades de crédito griegas como garantía en las operaciones de provisión de liquidez de emergencia con el Bank of Greece, ya que esos activos estaban estrechamente vinculados a la capacidad de Grecia para hacer frente a sus obligaciones financieras. En este contexto, el 28 de junio de 2015, el Consejo de Gobierno decidió mantener el límite de la provisión de liquidez de emergencia a los bancos griegos en el nivel fijado el 26 de junio de 2015, como se señalaba en la [nota de prensa](#) publicada por el BCE el 28 de junio.

Tercera fase: estabilización y mejora de las condiciones de liquidez (julio-diciembre de 2015)

Para hacer frente a las salidas generalizadas de liquidez, el 28 de junio de 2015, las autoridades griegas decidieron cerrar temporalmente las entidades de crédito para estabilizar las condiciones de liquidez del sistema bancario.

La situación financiera de Grecia se deterioró más en los días siguientes, lo que llevó a que, el 6 de julio de 2015, el Consejo de Gobierno decidiera ajustar los recortes aplicados a los activos negociables relacionados con el Gobierno griego aceptados como garantía por el Bank of Greece para las operaciones de ELA, así como mantener el límite de la provisión de liquidez de emergencia a los bancos griegos en el nivel vigente desde el 26 de junio de 2015, como se señalaba en la [nota de prensa](#) publicada por el BCE el 6 de julio de 2015.

En la Cumbre del Euro celebrada el 12 de julio de 2015 se alcanzó un acuerdo sobre un tercer programa de ajuste macroeconómico para Grecia de tres años de duración y financiado por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Como consecuencia de la positiva evolución de la situación financiera de Grecia en los días anteriores, el 16 de julio de 2015 se incrementó el límite de la provisión de liquidez de emergencia a las entidades de crédito griegas.

Tras la mejora de las perspectivas financieras del Gobierno griego asociada al nuevo programa del MEDE y a su aplicación por parte de las autoridades del país, las condiciones de liquidez del sistema bancario griego también empezaron a mejorar. Las entidades de crédito abrieron de nuevo el 20 de julio de 2015, pero siguieron vigentes las restricciones a las retiradas de efectivo y a las transferencias de capital. Sin embargo, poco después, las autoridades griegas comenzaron a aliviar paulatinamente estas restricciones a los bancos. A la par que se recuperó la confianza

de los mercados en el sistema bancario nacional, se registraron algunas entradas de depósitos y se restableció parcialmente el acceso a los mercados para las entidades de crédito griegas. Las condiciones de liquidez de dichas entidades mejoraron sustancialmente tras la conclusión con éxito del ejercicio de recapitalización realizado en el último trimestre de 2015.

3 El sector financiero europeo: contención de las tensiones y avance hacia la unión bancaria

Tras el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) —el primer pilar de la unión bancaria— el 4 de noviembre de 2014, 2015 fue el primer año completo en el que el BCE llevó a cabo sus funciones macro y microprudenciales. Estas funciones se vieron respaldadas por la evaluación periódica por parte del BCE de los riesgos emergentes y de la capacidad de resistencia y de absorción de perturbaciones del sistema financiero.

El BCE también contribuyó a la creación del segundo pilar de la unión bancaria, es decir, el Mecanismo Único de Resolución, y está prestando gran apoyo al establecimiento del tercer pilar, a saber, un sistema europeo de garantía de depósitos. También participó en otras iniciativas importantes en materia de regulación, destinadas a i) debilitar el vínculo entre los Estados y las entidades de crédito, ii) reducir la asunción de riesgos y crear resistencia, y iii) poner fin al problema de ser «demasiado grande para caer».

En esta sección se describen los principales desarrollos en las citadas áreas, con la atención centrada en cómo las actividades del BCE, y los cambios institucionales y regulatorios, han contribuido a que la unión bancaria sea una realidad en Europa.

3.1 Riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero de la zona del euro

El BCE realiza un seguimiento de la evolución de la zona del euro y de los sistemas financieros de la UE para identificar cualquier vulnerabilidad y comprobar la resistencia de los intermediarios financieros. Desempeña esta función junto con otros bancos centrales del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales. La aparición de posibles riesgos sistémicos en el sistema financiero se afronta con políticas macroprudenciales.

El análisis de estabilidad financiera que efectúa el BCE se presenta periódicamente en su informe semestral titulado *Financial Stability Review (FSR)*²⁹. El BCE también presta apoyo analítico en esta materia a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).

²⁹ Véase *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2015 y *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2015.

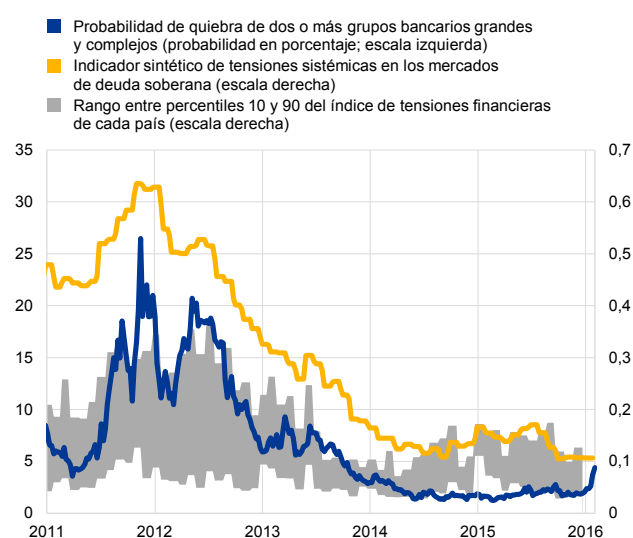
Reducidos niveles de tensión en el sistema financiero en 2015 pero con persistencia de riesgos

El limitado nivel general de tensiones en el sistema financiero de la zona del euro durante 2015 fue reflejo de la mejora de las perspectivas de la economía real, respaldada por las medidas del BCE que disiparon los temores de deflación que amenazaban con tener efectos perjudiciales sobre la estabilidad financiera y de precios. Sin embargo, los mercados financieros internacionales experimentaron episodios intermitentes de tensiones que afectaron a los mercados cambiarios, de materias primas, de renta fija y de renta variable, y que pusieron de relieve la persistencia de vulnerabilidades. En particular, a principios del verano afloraron mayores riesgos políticos relacionados con las negociaciones sobre un nuevo programa de asistencia financiera a Grecia. Los mercados de activos registraron períodos de elevada volatilidad. Concretamente, los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementaron de forma acusada a finales de abril y principios de mayo, mientras que los mercados de renta variable mundiales sufrieron los efectos de contagio de la corrección de las cotizaciones chinas a finales de agosto. El impacto de estos acontecimientos en el sistema financiero de la zona del euro fue relativamente limitado, y los indicadores ordinarios de tensiones bancarias, fiscales y financieras se mantuvieron en niveles reducidos (véase gráfico 25).

Gráfico 25

Índice de tensiones financieras, indicador sintético de tensiones soberanas y probabilidad de quiebra de dos o más grupos bancarios

(enero 2011 – febrero 2016)



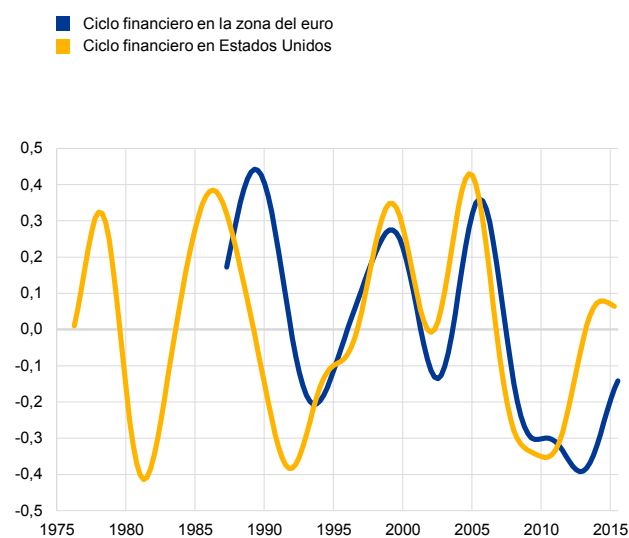
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: «Probabilidad de quiebra de dos o más grupos bancarios grandes y complejos» se refiere a la probabilidad de quiebra simultánea en la muestra de 15 grupos bancarios grandes y complejos en un horizonte temporal de un año. El índice de tensiones financieras mide las tensiones de los mercados financieros en cada país tomando tres segmentos del mercado (renta variable, renta fija y divisas) y la correlación cruzada entre ellos. Para más información, véase T. Duprey, B. Klaus, y T. Peltonen, «Dating systemic financial stress episodes in the EU countries», *Working Paper Series*, n.º 1873, BCE, diciembre de 2015.

Gráfico 26

Ciclos financieros en la zona del euro y en Estados Unidos

(II TR 1975 – III TR 2015; escala normalizada; la serie de la zona del euro comienza en el segundo trimestre de 1988; eje de ordenadas: desviación normalizada con respecto a la mediana histórica)







Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El ciclo financiero es una combinación lineal, filtrada, variable en el tiempo, que pone de relieve evoluciones similares en los indicadores subyacentes (crédito total, precios de los inmuebles residenciales, precios de las acciones y rendimientos de los bonos de referencia). Véase Y. Schüler, P. Hiebert y T. Peltonen, «Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach», *Working Paper Series*, n.º 1846, BCE, 2015. Para Estados Unidos, los últimos datos disponibles corresponden al primer trimestre de 2015.

Cuadro 3

Principales riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro identificados en el *Financial Stability Review* de noviembre de 2015

	Nivel actual (color) y variación reciente (flecha) ¹
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: #800000; margin-right: 5px;"></div> riesgo sistémico pronunciado <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: #FF4500; margin-right: 5px; margin-bottom: 2px;"></div> riesgo sistémico medio <div style="width: 15px; height: 15px; background-color: #FFD700; margin-right: 5px;"></div> riesgo sistémico potencial </div>	
Corrección brusca de las primas de riesgo comprimidas a escala global, amplificada por niveles reducidos de liquidez en los mercados secundarios	
Débiles perspectivas de rentabilidad para las entidades de crédito y las empresas de seguros, en un contexto de bajo crecimiento nominal y de saneamiento incompleto de sus balances	
Creciente preocupación en torno a la sostenibilidad de la deuda de los sectores público y privado no financiero, en un entorno de bajo crecimiento nominal	
Posibles tensiones ante la rapidez del crecimiento de la banca en la sombra, amplificadas por los efectos de contagio y el riesgo de liquidez	

1) El color indica el nivel de riesgo acumulado, que es una combinación de la probabilidad de materialización y de una estimación del impacto sistémico probable del riesgo identificado en los 24 meses siguientes, aplicando el criterio de los expertos del BCE. Las flechas indican si ha aumentado el riesgo desde la edición anterior del *Financial Stability Review*.

En este entorno, durante 2015 se identificaron cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la zona del euro (véase cuadro 3). En los últimos años se han incrementado las valoraciones de algunas categorías de activos, lo que constituye una vulnerabilidad básica en el sentido de que dicho incremento podría traducirse, en algún momento, en ajustes acusados de las primas de riesgo. En parte como consecuencia del aumento de las vulnerabilidades originadas en los mercados emergentes, el riesgo de una corrección brusca de las primas de riesgo globales se elevó durante la última parte del año. Aunque en 2015 no hubo signos evidentes de un exceso generalizado de las valoraciones en la zona del euro, parece que los precios de algunos activos financieros se fueron desviando de los fundamentos económicos. Las estimaciones de la situación del ciclo financiero para la zona del euro permanecen contenidas (véase gráfico 26). Dichas estimaciones —que incluyen la evolución del crédito privado, así como de los principales

segmentos del mercado de activos— no avalarían la idea de un auge de los precios de los activos en la zona del euro impulsado por el crédito. En Estados Unidos, las estimaciones del ciclo financiero fueron más elevadas durante 2015, en parte debido a que las valoraciones de los precios de las acciones eran ligeramente más altas y a una demanda de crédito más intensa.

En 2015, los retos internos en la zona del euro fueron, en muchos sentidos, un legado de las crisis bancaria y de deuda soberana. El sistema bancario de la zona del euro siguió afrontando un problema de baja rentabilidad, en un entorno de débil recuperación económica, al tiempo que la rentabilidad de los recursos propios de muchas entidades de crédito continuó situándose por debajo del coste del capital. Esto, combinado con un saldo significativo de préstamos dudosos en algunos países, limitó la capacidad de los bancos para conceder crédito y realizar una acumulación adicional de colchones de capital.

Los riesgos para la estabilidad financiera se extienden cada vez más allá de las entidades tradicionales, como las entidades de crédito y las empresas de seguros. El sector bancario en la sombra continuó expandiéndose con fuerza a escala mundial y de la zona del euro (véase recuadro 9). Con el rápido crecimiento y la interconexión de este sector, y en particular, del sector de fondos de inversión, es probable que estén acumulándose vulnerabilidades aunque no sean visibles todavía. No solo siguieron creciendo los fondos de inversión de la zona del euro, sino que también hubo signos de que estaban asumiendo más riesgos en sus balances.

El Informe sobre las estructuras financieras³⁰ examina las principales características estructurales y la evolución del sistema financiero de la zona del euro en su sentido más amplio. En 2015 se aumentó el alcance del informe para incluir no solo el sector bancario, sino también otros intermediarios financieros, como las empresas de seguros y los fondos de pensiones, así como las entidades que llevan a cabo actividades de banca en la sombra.

En 2015, la preocupación en torno a la estabilidad financiera también procedió de fuera del sector financiero. Pese a las muy necesarias mejoras llevadas a cabo en los ámbitos de la consolidación fiscal y del marco institucional desde el momento álgido de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, los Gobiernos de la zona, especialmente los altamente endeudados y, por tanto, vulnerables frente a perturbaciones económicas y financieras, continuaron enfrentándose a problemas de sostenibilidad de la deuda. También sigue preocupando el endeudamiento del sector privado. La deuda del sector empresarial se mantiene en niveles especialmente elevados en la zona del euro, en comparación con otras economías avanzadas.

Recuadro 9

La banca en la sombra en la zona del euro

El sector bancario en la sombra se ha convertido en un proveedor de financiación a la economía de la zona del euro cada vez más importante. No obstante, también constituye una fuente significativa de riesgo potencial para la estabilidad del sistema financiero de la zona del euro y, por tanto, requiere un atento seguimiento.

Existen distintas definiciones del sector bancario en la sombra³¹, pero la expresión se utiliza, en sentido amplio, para referirse a un conjunto de instituciones que, sin ser entidades de crédito, proporcionan crédito, emiten instrumentos asimilables a dinero o se financian mediante pasivos a corto plazo al tiempo que invierten en activos crediticios a largo plazo. Dentro de estas entidades se incluyen, en particular, las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, los fondos del mercado monetario y otros fondos de inversión. Aunque la banca en la sombra está creciendo en todo el mundo, como indica el informe titulado *Global Shadow Banking Monitoring Report*³², publicado por el Consejo de Estabilidad Financiera, la zona del euro es una de las regiones donde su ritmo de crecimiento es más acelerado. Los activos totales del sector bancario en la sombra de la zona del euro se han duplicado con creces en la última década, según la definición amplia que incluye en dicho sector a todas las instituciones financieras no bancarias, excepto las empresas de seguros y los fondos de pensiones. De los activos totales del sistema financiero de la zona del euro, que ascienden a 67 billones de euros, aproximadamente, más de 26 billones de euros están actualmente en manos del sector bancario en la sombra de la zona del euro.

³⁰ Véase *Report on Financial Structures*, BCE, octubre de 2015.

³¹ Para un análisis sobre las posibles definiciones de banca en la sombra, véase el recuadro titulado «Defining the shadow banking perimeter», *Report on financial structures*, BCE, octubre de 2015.

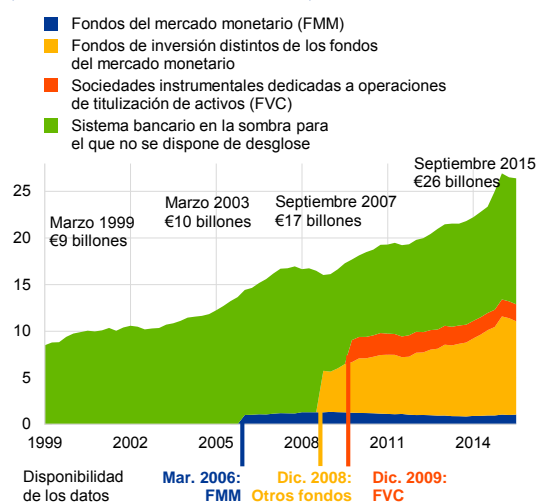
³² *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Financial Stability Board, 12 de noviembre de 2015.

El sector de fondos de inversión, en especial, ha experimentado una rápida expansión desde la crisis financiera mundial en un contexto de intensa búsqueda de rentabilidad entre los inversores internacionales (véase gráfico A). El crecimiento de este sector ha supuesto un complemento para

Grafico A

Activos de los fondos del mercado monetario, fondos de inversión, sociedades instrumentales y otras instituciones financieras no monetarias de la zona del euro

(I TR 1999 - III TR 2015, billones de euros)



Fuentes: Cuentas de la zona del euro elaboradas por el BCE, estadísticas sobre sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, estadísticas de fondos de inversión y estadísticas del FMI.
Nota: El acrónimo FMM se refiere a fondos del mercado monetario y FVC a sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

el sistema bancario tradicional y un importante colchón para la economía, ante la contracción del crédito bancario en los últimos años. Al mismo tiempo, el impacto potencial de una evolución adversa de la banca en la sombra en el conjunto del sistema financiero y en la economía real ha aumentado, debido a la creciente presencia de este sector en los mercados de capitales y a los mayores vínculos tanto dentro del propio sector como con otras partes del sistema financiero, incluidas las entidades de crédito.

Las crecientes exposiciones, sumadas a los indicios de mayor transformación de liquidez y de plazos³³, así como de mayor asunción de riesgos, ponen de relieve la necesidad de realizar un atento seguimiento del sector de fondos de inversión. Existe la preocupación de que si los inversores retiraran cantidades sustanciales de fondos en caso de tensiones en los mercados financieros, determinados tipos de fondos de inversión podrían ampliar las presiones de venta y/o desencadenar ventas provocadas por el pánico en todo el mercado.

Cuanto más activamente participen los fondos en la transformación de liquidez, más probable será que tengan que enfrentarse a presiones de venta ante un deterioro grave de los mercados. Unos niveles elevados de apalancamiento³⁴ pueden intensificar las espirales de liquidez forzando a los gestores de fondos a vender una mayor proporción de la cartera que tienen invertida por cada retirada de los inversores.

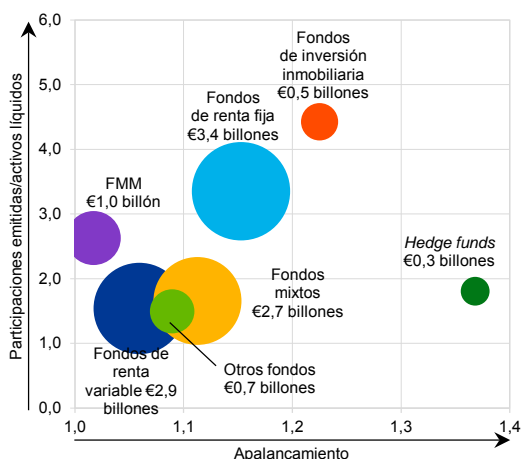
³³ Una proporción significativa de fondos de inversión emite activos recuperables diariamente para financiar activos que son relativamente ilíquidos. Medidos por sus activos totales, el 99% de los fondos de inversión no inmobiliaria son de capital variable, lo que implica que los inversores pueden reembolsar sus participaciones con un preaviso bastante corto. En el caso de los fondos de inversión inmobiliaria, esta proporción es inferior (80%) y los períodos de preaviso suelen ser más largos dado que sus activos son altamente ilíquidos.

³⁴ Véase el recuadro titulado «Synthetic leverage in the investment fund sector», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2015.

Gráfico B

Cifras agregadas de apalancamiento, transformación de liquidez y activos totales por tipo de fondo

(III TR 2015)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Eje de abscisas: apalancamiento (activos totales/participaciones emitidas); eje de ordenadas: desfase de liquidez (participaciones emitidas/activos líquidos); tamaño de la burbuja: activos totales en billones de euros.

La presentación agregada de las vulnerabilidades (véase gráfico B) puede ocultar vulnerabilidades dentro de entidades concretas significativas y de importancia sistémica. La concentración de activos en un número limitado de entidades con una presencia especialmente importante puede afectar a la evolución del mercado en situaciones tanto de tensión como normales. Existe evidencia de que los fondos de inversión han aumentado su asunción de riesgos³⁵ al canalizar sus carteras hacia valores representativos de deuda que tienen calificaciones crediticias más bajas, mayor rentabilidad y un mayor riesgo de duración.

Aunque la cobertura estadística del sector bancario en la sombra ha aumentado en los últimos años, arrojando algo de luz sobre la composición del sector y los factores determinantes de su expansión, se necesita más información y un mayor desglose para

poder vigilar y hacer frente a esta fuente creciente de riesgos potenciales. La escasez de información sobre medidas de la liquidez en situaciones de tensión y del apalancamiento a nivel agregado fuera de la banca tradicional sigue siendo un obstáculo para entender plenamente la naturaleza y el alcance de los riesgos para la estabilidad financiera. No se dispone de detalle estadístico de aproximadamente el 50% de los activos totales del sector, algunos de los cuales pueden corresponder a entidades que no llevan a cabo actividades de banca en la sombra, pero otros pueden pertenecer a otras entidades que realizan actividades de riesgo. Por tanto, las limitaciones de los datos continúan condicionando el seguimiento de los riesgos y de las vulnerabilidades por parte del BCE.

Algunos factores, como el hecho de contar con procesos de gestión de riesgos y con colchones de liquidez adecuados, mitigan el riesgo de que las entidades que realizan actividades de banca en la sombra puedan actuar como amplificadores en un escenario adverso de tensiones. Aunque el sector de fondos de inversión está sujeto a regulación prudencial, la mayoría de las normas existentes carecen de perspectiva sistémica y pueden no ser apropiadas para prevenir la acumulación de riesgos en el conjunto del sector o para abordar los riesgos para la estabilidad financiera ante una situación sistémica.

³⁵ Véase el recuadro titulado «Debt securities holdings of the financial sector in the current low-yield environment», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2015.

3.2 La función macroprudencial del BCE

El 4 de noviembre de 2014, el BCE asumió las competencias macroprudenciales que le confiere el Reglamento del MUS para afrontar la aparición de posibles riesgos sistémicos en el sistema financiero y, por tanto, 2015 fue el primer año completo en el que el BCE desempeñó sus nuevas funciones en este ámbito. El BCE tiene dos mandatos en materia de política macroprudencial en los países participantes en el MUS³⁶.

En primer lugar, el BCE puede imponer requerimientos más estrictos que los aplicados por las autoridades nacionales en lo que respecta a los colchones de capital y aplicar medidas más rigurosas tendentes a subsanar riesgos sistémicos o macroprudenciales, con arreglo a los procedimientos establecidos en la legislación de la UE pertinente. Por ejemplo, el BCE puede aplicar requerimientos más estrictos a las entidades de crédito en relación con los colchones de capital anticíclicos, los colchones contra riesgos sistémicos (si se aplican en la legislación nacional), los recargos de capital para las entidades de importancia sistémica, las ponderaciones de riesgo para las exposiciones frente a activos inmobiliarios y las interconexiones dentro del sistema financiero, los límites a los grandes riesgos y obligaciones de información adicionales.

En segundo lugar, las autoridades nacionales tienen que informar al BCE de su intención de aplicar o cambiar una medida macroprudencial. El BCE evalúa las medidas previstas y puede decidir aplicar requerimientos más estrictos (es decir, reforzar las medidas). Las autoridades nacionales consideran los comentarios del BCE antes de tomar su decisión.

Dado que las medidas macroprudenciales aplicadas en un Estado miembro concreto pueden tener repercusiones en otros países o sectores, el BCE vigila los acuerdos de reciprocidad. Estos acuerdos deben aplicarse con transparencia con el fin de limitar cualquier efecto negativo involuntario sobre otros países o sectores, preferiblemente siguiendo la Recomendación de la JERS sobre la evaluación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas en materia de política macroprudencial (JERS/2015/2) (véase más adelante)³⁷. Para ello, el BCE también respalda el uso coherente de los instrumentos macroprudenciales en todos los países participantes en el MUS, mediante actividades continuadas de su Comité de Estabilidad Financiera y debates de los órganos rectores del BCE.

³⁶ El objetivo de la política macroprudencial es evitar la acumulación excesiva de riesgos, aumentar la resistencia del sistema financiero y limitar los efectos de contagio.

³⁷ Véase el artículo monográfico titulado «A framework for analysing and assessing cross-border spillovers from macroprudential policies», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2015.

Decisiones macroprudenciales adoptadas en 2015

El Consejo de Gobierno del BCE es responsable de adoptar decisiones macroprudenciales. El BCE ha creado un Foro Macroprudencial, formado por su Consejo de Gobierno y su Consejo de Supervisión. Dicho Foro se reunió trimestralmente en 2015 para analizar los riesgos a los que se enfrentan los países que integran el MUS y el resto de países participantes en este mecanismo, así como otros temas relevantes desde una perspectiva macroprudencial. Las decisiones macroprudenciales del Consejo de Gobierno se preparan con la participación del Comité de Estabilidad Financiera, integrado por representantes del BCE, de los bancos centrales y autoridades de supervisión nacionales, y de una estructura interna del BCE formada por representantes de sus áreas de supervisión macroprudencial y microprudencial.

Los riesgos que afectan a la zona del euro identificados en el *Financial Stability Review* del BCE proporcionan el punto de partida para la identificación de riesgos a efectos macroprudenciales. No obstante, el análisis macroprudencial se centra en los riesgos más relevantes para las entidades de crédito, habida cuenta de la orientación al sector bancario de los instrumentos de política macroprudencial disponibles y del cometido del BCE en materia macroprudencial.

La valoración del Consejo de Gobierno durante 2015 fue que no era preciso adoptar medidas macroprudenciales anticíclicas generalizadas, dada la fase actual del ciclo financiero. En la valoración también se tuvieron en cuenta las medidas macroprudenciales ya adoptadas por los países de la zona del euro para aumentar la resistencia del sistema bancario e impedir la aparición de posibles desequilibrios, en especial en el sector inmobiliario. El BCE también examinó las políticas macroprudenciales que los Estados miembros habían activado, o pueden activar, en respuesta al entorno de bajos tipos de interés.

En 2015, las autoridades nacionales de los diecinueve países participantes en el MUS comunicaron al BCE 48 políticas macroprudenciales, de las que 28 estaban relacionadas con los colchones de capital anticíclicos, 18 con otras entidades de importancia sistémica y dos con la introducción de un colchón contra riesgos sistémicos. En casi todos los casos, la comunicación formal fue precedida de otra informal, atendiendo al espíritu de colaboración entre el BCE y las autoridades nacionales.

Una vez que las autoridades nacionales competentes y designadas comunicaron al BCE las decisiones macroprudenciales adoptadas, el Consejo de Gobierno llevó a cabo su valoración de las medidas, de conformidad con el artículo 5, apartado 1, del Reglamento del MUS, y decidió, en todos los casos, no oponerse a las decisiones de estas autoridades.

Cooperación con la JERS

El BCE siguió proporcionando apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la Secretaría de la JERS, que se encarga de la actividad diaria de esta institución. El objetivo principal de la JERS es contribuir a la prevención y mitigación de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera de la UE en el sector bancario, el sector de seguros, otras instituciones financieras y los mercados financieros. Para desempeñar sus funciones, la JERS aprovecha la experiencia y los conocimientos de los BCN, los supervisores nacionales y las Autoridades Europeas de Supervisión.

En 2015, el BCE y la JERS pusieron en marcha trabajos conjuntos relativos al seguimiento y la valoración de los riesgos para la estabilidad financiera derivados del entorno de bajos tipos de interés y a las posibles respuestas en materia de política macroprudencial. El análisis de los riesgos está en proceso y abarca no solo entidades de crédito, sino también otras instituciones financieras, mercados financieros e infraestructuras de mercado, cuestiones globales que afectan a todo el sistema financiero, así como las interacciones con la economía en su conjunto.

A escala de la UE, la JERS continuó desempeñando un importante papel de coordinación de la política macroprudencial. En enero de 2016 se aprobaron dos recomendaciones relativas a aspectos transfronterizos de la política macroprudencial: una sobre el establecimiento del colchón de capital anticíclico para las exposiciones a países no pertenecientes al Espacio Económico Europeo, y la otra sobre la reciprocidad voluntaria de las medidas en materia de política macroprudencial.

3.3 El MUS – la función microprudencial del BCE

El primer año completo de supervisión por parte del MUS

2015 fue el primer año completo de actividad del Mecanismo Único de Supervisión. El MUS ha sido el primer pilar de la unión bancaria en estar totalmente operativo —desde el 4 de noviembre de 2014—. Tras la evaluación global llevada a cabo en 2014, el BCE concentró la supervisión de las entidades significativas (un total de 123 en 2015) en el seguimiento de sus resultados, que incluyó, en especial, la aplicación de los resultados del análisis de la calidad de los activos y el seguimiento de los planes de capital de las entidades a las que se había diagnosticado un déficit de capital en la evaluación global.

La supervisión bancaria del BCE también desempeñó un importante papel en la gestión de las turbulencias financieras en Grecia. Tras el acuerdo político alcanzado en julio, el BCE llevó a cabo una evaluación global para determinar las necesidades de recapitalización de las entidades de crédito significativas griegas. Junto con el Bank of Greece, el BCE realizó un seguimiento de la situación de las entidades menos significativas del país. El BCE permanecerá activamente involucrado en asegurar un sistema bancario sólido y resistente en Grecia.

Un requisito previo para el éxito del MUS era garantizar la igualdad de condiciones en la supervisión de las entidades de crédito en la zona del euro. El MUS ha contribuido a esta igualdad diseñando una metodología común de supervisión bancaria. Un buen ejemplo del enfoque supervisor común fue que 2015, por primer año, todas las entidades de crédito significativas de la zona del euro fueron sometidas a un único Proceso de Revisión y Evaluación Supervisoría (PRES).

En lo que respecta a la supervisión de las entidades de crédito menos significativas, que son responsabilidad directa de las autoridades nacionales competentes, el objetivo principal del BCE fue garantizar una aplicación coherente de estándares de supervisión exigentes en todo el MUS. Para esta supervisión, en 2015 se desarrollaron diversas normas de supervisión comunes que proporcionan orientación a las autoridades nacionales competentes en la ejecución de determinados procesos, por ejemplo, estándares comunes para el proceso de planificación de la supervisión y para la planificación de la recuperación. En este contexto, hay en marcha otra línea de trabajo importante que se ocupa del desarrollo de una metodología común para los sistemas de evaluación de riesgos.

En su nueva función, el BCE elaboró Memorandos de Entendimiento con otras autoridades reguladoras y supervisoras, como la Junta Única de Resolución, que deberían garantizar un intercambio de información y una cooperación efectivos.

El [Informe Anual sobre las actividades de supervisión del BCE 2015](#) contiene información más detallada sobre la función microprudencial del BCE.

3.4 Contribución del BCE a las iniciativas en materia de regulación

Teniendo en consideración tanto la supervisión microprudencial como la estabilidad financiera, el BCE está participando activamente en el desarrollo del marco regulatorio europeo e internacional. En 2015, las cuestiones fundamentales en materia de regulación para el BCE se refirieron a políticas encaminadas a i) debilitar el vínculo entre los Estados y las entidades de crédito, ii) reducir la asunción de riesgos y crear resistencia, y iii) poner fin al problema de ser «demasiado grande para caer».

3.4.1 Debilitar el vínculo entre los Estados y las entidades de crédito

En 2015, el BCE participó en diversas iniciativas encaminadas a debilitar el vínculo entre los Estados y las entidades de crédito. Estas iniciativas se engloban en dos grandes áreas: i) el establecimiento de la unión bancaria, y ii) debates sobre una posible revisión del tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas.

En 2015 se avanzó significativamente en el establecimiento de la unión bancaria. Con la creación del Mecanismo Único de Resolución (MUR) el 1 de enero de 2015, como complemento necesario del MUS, se han puesto en marcha con éxito dos pilares de la unión bancaria. Conjuntamente, el MUS y el MUR alinean los niveles de responsabilidad y de decisión en materia de supervisión y resolución de

entidades de crédito dentro de la unión bancaria. La propuesta de la Comisión Europea en relación con el tercer pilar de la unión bancaria —un sistema europeo de garantía de depósitos— se publicó el 24 de noviembre de 2015.

El segundo pilar de la unión bancaria: el Mecanismo Único de Resolución con un Fondo Único de Resolución

La Junta Única de Resolución (JUR) inició sus preparativos en 2015 con la elaboración de procedimientos, planificación de la resolución y otras tareas relacionadas. Desde el 1 de enero de 2016, la JUR controla todas las competencias de resolución en relación con todas las entidades que entran dentro de su ámbito de actuación, según lo dispuesto en el Reglamento del MUR, incluido el uso del Fondo Único de Resolución (FUR). Un número suficiente de Estados miembro cumplió su obligación de ratificar el acuerdo intergubernamental³⁸ sobre el FUR antes de finales de noviembre de 2015, lo que permitió que todas las disposiciones relevantes del Reglamento del MUR (en especial las competencias de resolución) sean aplicables a partir del 1 de enero de 2016 y que el FUR esté operativo desde dicha fecha.

Garantizar una financiación efectiva y suficiente del FUR es de vital importancia para la credibilidad del MUR. Durante un período transitorio de ocho años en el que el FUR irá recibiendo aportaciones hasta alcanzar el nivel fijado como objetivo³⁹, el FUR estará formado por compartimentos nacionales. Durante dicho período, los costes de resolución se mutualizarán progresivamente hasta que los compartimentos queden definitivamente fusionados en un único fondo totalmente mutualizado. Dado que pueden surgir situaciones en las que los recursos disponibles en el FUR sean insuficientes y no sea posible acceder de inmediato a las aportaciones *ex post* que se irán recaudando para cubrir los importes necesarios adicionales, el Reglamento del MUR especifica que la JUR debe poder contratar medios de financiación alternativos para el FUR. Así pues, los Estados miembros participantes y la JUR también acordaron en 2015 el establecimiento de un sistema de líneas de crédito nacionales para proporcionar financiación puente al FUR, en caso necesario, durante el período transitorio. Las líneas de crédito totales ascienden a 55 mm de euros, importe que se corresponde aproximadamente con el nivel estacionario fijado como objetivo para el FUR. El siguiente paso será desarrollar un mecanismo de respaldo común que sustituya a las líneas de crédito nacionales y que debería estar operativo antes de que finalice el período transitorio.

³⁸ El acuerdo abarca: i) la transferencia de las aportaciones recaudadas por las autoridades nacionales de resolución a los compartimentos nacionales; ii) la mutualización progresiva de los fondos disponibles en los compartimentos nacionales; iii) el orden en el que los recursos financieros se encauzan hacia el fondo de resolución desde los compartimentos y otras fuentes; iv) la reposición de los compartimentos, en caso necesario, y v) los préstamos temporales entre compartimentos nacionales, en caso necesario.

³⁹ El nivel fijado como objetivo es el 1% del importe total de los depósitos garantizados de la unión bancaria, lo que equivale a 55 mm de euros, aproximadamente.

Plena aplicación de las competencias de recapitalización interna (*bail-in*)

Las pérdidas y las necesidades de recapitalización de las entidades de crédito en resolución serán asumidas principalmente por los accionistas y los acreedores, lo que se garantizará especialmente mediante el instrumento de recapitalización interna (*bail-in*) aplicable a los pasivos admisibles, en relación con el cual el 1 de enero de 2016 entraron en vigor las disposiciones aplicables de la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria de la UE (DRRB) y el Reglamento del MUR. Con arreglo a estos dos actos legislativos, los instrumentos de capital pueden amortizarse o convertirse en capital, y todos los pasivos a los que es susceptible de aplicación el instrumento de recapitalización interna pueden utilizarse, cuando resulte necesario, para absorber pérdidas y proporcionar capital nuevo a una entidad de crédito en resolución. Para garantizar la eficacia del instrumento, la JUR y las autoridades nacionales de resolución, previa consulta con el BCE y con las autoridades competentes, determinarán los niveles adecuados del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL, en sus siglas en inglés) para las entidades de crédito que se encuentren bajo su respectiva responsabilidad. El MREL se fijará en el nivel adecuado para lograr una resolución ordenada conforme al plan de resolución elaborado para cada entidad. Dicha cooperación entre autoridades dentro de la unión bancaria resulta necesaria y constituye una prioridad fundamental.

Cooperación entre el MUR y el MUS

El marco de gestión de crisis de la UE impone un deber de cooperación a las autoridades de supervisión y de resolución. Por una parte, el MUS, como autoridad competente, debe cooperar estrechamente con el MUR en la planificación de la recuperación, en la aplicación de medidas de actuación temprana y en la evaluación de las entidades de crédito que sean inviables o sea probable que vayan a serlo. Por otra parte, el MUR tiene que cooperar con el MUS en la planificación de la resolución y en la evaluación de la resolubilidad de una entidad de crédito, así como en la aplicación de medidas de resolución. Esta interacción se estructura en torno a tres pilares principales: funciones institucionales complementarias, cooperación y coordinación estrecha.

Para conseguir la cooperación es necesaria una coordinación fluida entre el MUS y el MUR. A tal fin, el BCE ha designado a la vicepresidenta del Consejo de Supervisión, Sabine Lautenschläger, para que participe en calidad de observadora permanente en las sesiones ejecutivas y plenas de la JUR. A tal fin, el BCE invitará a la presidenta de la JUR, Elke König, a participar en calidad de observadora en las reuniones del Consejo de Supervisión del BCE en las que se debatan cuestiones relevantes para la JUR. Además, el 22 de diciembre de 2015, ambas autoridades firmaron un Memorandum de Entendimiento en el que se describe la cooperación y el intercambio de información entre ellas.

El tercer pilar de la unión bancaria: un sistema europeo de garantía de depósitos

Otro pilar importante, junto con el MUS y el MUR, es un sistema europeo de garantía de depósitos que permita asegurar el mismo grado de confianza de los depositantes en toda la unión bancaria. Este es un requisito indispensable para conseguir la igualdad de condiciones. El 24 de noviembre de 2015, la Comisión Europea presentó una propuesta de sistema europeo de garantía de depósitos como tercer pilar de la unión bancaria. La propuesta establece una hoja de ruta clara hacia un sistema europeo de garantía de depósitos único, que comienza con un sistema de reaseguros y culmina, mediante el incremento progresivo de la cuota de financiación aportada a nivel europeo en una fase de coaseguro, en un sistema en el que un fondo europeo de garantía de depósitos aporta toda la financiación para cubrir los depósitos. La Comisión está promoviendo la creación de un sistema europeo de garantía de depósitos y esta iniciativa se presentó en el Informe de los Cinco Presidentes como un paso importante para fortalecer la unión bancaria después de haber elevado la responsabilidad de la supervisión y la resolución bancarias a un nivel situado por encima de los Estados miembros participantes. El sistema europeo de garantía de depósitos también reforzará los otros dos pilares. Asimismo, el 24 de noviembre de 2015, la Comisión publicó un Comunicado sobre la culminación de la unión bancaria que, además de la introducción del citado sistema, incluye medidas adicionales para reducir los obstáculos que aún persisten para conseguir una auténtica igualdad de condiciones en todos los sectores bancarios, como reducir las opciones y discrecionalidades nacionales en la aplicación de normas prudenciales o promover la convergencia de la legislación sobre insolvencias.

El tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas

La reciente crisis financiera ha demostrado que el supuesto implícito de que la deuda soberana está libre de riesgos no es correcto y que se requiere una revisión del actual marco regulatorio del riesgo soberano. Cualquier cambio de la regulación financiera en este aspecto exige una solución global que garantice la igualdad de condiciones para las entidades de crédito. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está liderando la revisión del tratamiento del riesgo soberano en la regulación existente a nivel global y estudiará posibles políticas alternativas. El Comité de Basilea está llevando a cabo su revisión de forma cuidadosa, holística y gradual. El objetivo es evaluar también cuestiones más amplias referentes al papel de los mercados de deuda soberana y al impacto que los cambios en el marco regulatorio podrían tener en dicho papel y en determinados segmentos de mercado.

Es preciso evaluar con detenimiento los costes y beneficios de cualquier revisión del marco regulatorio. La evaluación debe reflejar el impacto potencial sobre el funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera, y tener en cuenta los posibles efectos indirectos sobre otras categorías de activos que podrían afectar a la capacidad de intermediación de las entidades de crédito. Además, debe tomarse debidamente en consideración la función de liquidez que desempeñan los bonos

soberanos, así como cualquier implicación para la transmisión de la política monetaria.

3.4.2 Reducir la asunción de riesgos y crear resistencia

En 2015, el BCE contribuyó a completar diversas reformas regulatorias, pero algunos asuntos clave permanecen todavía en la agenda, principalmente relacionados con la finalización del marco relativo a la ratio de apalancamiento, así como la revisión estratégica del marco de capital.

Finalización del marco relativo a la ratio de apalancamiento

El apalancamiento excesivo fue, sin duda, una de las causas fundamentales de la crisis financiera. Antes de la crisis, los principales bancos de Europa habían acumulado un apalancamiento significativo, con un valor promedio aproximadamente 33 veces superior al capital ordinario y, en algunas entidades de crédito, incluso 50 veces superior⁴⁰. Por tanto, una ratio de apalancamiento integral y bien calibrada que actúe a la par que el marco de capital basado en el riesgo es una herramienta importante para afrontar los riesgos derivados del apalancamiento excesivo. Los estudios realizados por el BCE sugieren que, en efecto, una ratio de apalancamiento que complemente de forma efectiva los requerimientos de capital ajustados por riesgo, conduciría a una disminución significativa de la probabilidad de que los bancos altamente apalancados incurran en dificultades⁴¹. Aún se están debatiendo en el seno del Comité de Basilea algunos aspectos del marco relativo a la ratio de apalancamiento y está previsto que la revisión de su calibración se finalice a lo largo del próximo año. Actualmente se está probando una ratio mínima de apalancamiento del 3% del capital de Nivel 1 (*Tier 1*) hasta el 1 de enero de 2017, fecha a partir de la cual se deberán realizar los ajustes finales al marco regulatorio con el fin de que, a partir del 1 de enero de 2018, se establezca un requerimiento de Pilar 1. A escala europea, la Autoridad Bancaria Europea ha comenzado a elaborar su informe sobre el impacto y la calibración de la ratio de apalancamiento. El informe incluirá un estudio de evaluación del impacto, en términos de comportamiento y ciclicidad, de la exigencia de una ratio de apalancamiento, incluyendo su interacción con otros requerimientos prudenciales.

⁴⁰ Véase «Is Europe overbanked?», *Reports of the Advisory Scientific Committee*, n.º 4, JERS, junio de 2014.

⁴¹ Véase M. Grill, J. H. Lang y J. Smith, «[The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability](#)», Special Feature A, *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2015.

Análisis estratégico del marco de capital

Un objetivo principal del BCE es asegurar que las ratios de capital de las entidades de crédito sean sólidas y comparables entre jurisdicciones. A este respecto, en varios estudios realizados por el Comité de Basilea y por la Autoridad Bancaria Europea se identificó una heterogeneidad excesiva en los requerimientos de capital de las entidades en los últimos años. Para dar una respuesta global a esta situación, el Comité de Basilea emprendió un análisis estratégico del marco de capital de Basilea. El objetivo de los trabajos que se están llevando a cabo es desarrollar un enfoque que limite el uso de los modelos internos de las entidades de crédito a un conjunto de carteras para las que la modelización resulte idónea. Este enfoque aplicaría restricciones adicionales a la modelización de dichas carteras, como la fijación de suelos o la eliminación de la modelización de determinados parámetros. También exigiría que el capital regulatorio para el resto de las carteras se calculara utilizando métodos alternativos definidos por el Comité. El análisis pretende mejorar el equilibrio entre simplicidad, comparabilidad y sensibilidad al riesgo, así como cumplir los objetivos del Comité de idoneidad, solidez y coherencia en la aplicación.

3.4.3 Poner fin al problema de ser «demasiado grande para caer»

El requerimiento de capacidad total de absorción de pérdidas para los bancos de importancia sistémica global y sus implicaciones para la UE

El requerimiento de capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, en sus siglas en inglés) para los bancos de importancia sistémica global (G-SIB, en sus siglas en inglés), acordado por el Consejo de Estabilidad Financiera en noviembre de 2015, está diseñado para dotar a las G-SIB inviables de suficiente capacidad de absorción de pérdidas y de recapitalización para aplicar una estrategia de resolución ordenada. El requerimiento de TLAC es un hito relevante en la solución del problema de ser demasiado grande para caer (*too-big-to-fail*) y es importante para el BCE desde la perspectiva tanto de la estabilidad financiera como de la supervisión, por lo que esta institución ha participado activamente en su desarrollo.

Las normas de TLAC establecen un requerimiento mínimo de TLAC y definen los criterios para los instrumentos y los pasivos admisibles como TLAC, cuyo fin es garantizar que estos instrumentos y pasivos estén disponibles de inmediato para absorber pérdidas en caso de resolución. Tener un requerimiento mínimo de TLAC para todas las G-SIB ayudará a asegurar condiciones de igualdad a escala global. En caso necesario, las autoridades podrán exigir a las G-SIB un nivel superior a la TLAC mínima atendiendo a cada caso particular. El requerimiento mínimo de TLAC se mide con respecto a un valor de referencia ponderado por riesgo y un valor de referencia no ponderado por riesgo. La TLAC de las G-SIB deberá ascender, como mínimo, al 16% de los activos ponderados por riesgo del grupo en resolución a partir del 1 de enero de 2019 y, al menos, al 18% a partir del 1 de enero de 2022.

Además, aplicando un valor de referencia no ponderado por riesgo, su TLAC deberá ser, como mínimo, del 6% del denominador de la ratio de apalancamiento de Basilea III a partir del 1 de enero de 2019 y, al menos, del 6,75% a partir del 1 de enero de 2022⁴².

El requerimiento de TLAC es similar al requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL) en el marco de resolución de la UE, aunque existen algunas diferencias importantes. En concreto, la TLAC se aplica únicamente a las G-SIB, mientras que el MREL es aplicable a todas las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y el MREL no tiene un suelo mínimo, a diferencia de la TLAC. Los dos requerimientos deben hacerse compatibles entre sí aplicando la cláusula de revisión contemplada en la DRRB antes de finales de 2016, teniendo en cuenta, no obstante, su diferente ámbito de aplicación.

3.5 Unión de los mercados de capitales

El Eurosistema respalda la creación de una unión de mercados de capitales (UMC) para Europa. La UMC podrá complementar la unión bancaria y reforzar la Unión Económica y Monetaria, mejorando la distribución de riesgos a nivel transfronterizo y reforzando la resistencia del sistema financiero⁴³. La UMC también será fundamental para favorecer el crecimiento en Europa diversificando fuentes de financiación y aumentando el acceso de las empresas a la financiación. El 30 de septiembre de 2015, la Comisión Europea publicó un plan de acción que detalla una serie de medidas para establecer los pilares principales de la UMC antes de 2019. El BCE acoge con satisfacción el plan de acción y apoya las acciones a corto plazo que contiene, en concreto la propuesta de un marco europeo de titulizaciones, que incluya también un tratamiento prudencial diferenciado para las titulizaciones simples, transparentes y normalizadas, como menores requerimientos de capital. Ello contribuirá a revitalizar los mercados de titulizaciones.

Para aprovechar las ventajas de la UMC, debe tenderse a lograr un alto grado de integración financiera. La integración plena se consigue si todos los participantes en los mercados que comparten las mismas características básicas se enfrentan a un conjunto único de normas, tienen igual acceso a los mercados y reciben el mismo trato cuando operan en el mercado. Ello exige visión a largo plazo, así como una ambiciosa agenda de medidas adicionales. Por ejemplo, es necesaria una mayor armonización de las legislaciones nacionales en materia de insolvencias, tributaria y de valores.

El plan de acción publicado por la Comisión presenta algunas medidas a corto plazo. En especial, además de la propuesta de un marco europeo para las titulizaciones, la Comisión publicó una consulta sobre el desarrollo de un marco paneuropeo para los bonos garantizados y una propuesta para revisar las normas

⁴² La TLAC no limita la capacidad de las autoridades de admitir otros pasivos para la recapitalización interna, en caso necesario.

⁴³ «Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper», 21 de mayo de 2015.

sobre los folletos de emisión. Mientras que la primera pretende inspirarse en los sistemas nacionales y explorar la viabilidad de los bonos garantizados para los préstamos a las pequeñas y medianas empresas, la segunda va encaminada a mejorar el acceso de las empresas a la financiación y a simplificar la información para los inversores. En concreto, habría que superar las barreras a la obtención de información sobre las pymes. Estas medidas contribuirán a incrementar la integración de los mercados de capitales.

En resumen, el éxito de la UMC requerirá una combinación de logros rápidos a corto plazo para mantener el impulso y de esfuerzos sostenidos durante varios años en una amplia variedad de áreas que son esenciales para el funcionamiento de los mercados de capitales.

Otras tareas y actividades

1 Infraestructuras de mercado y pagos

Las infraestructuras de mercado facilitan la compensación y liquidación de los pagos, valores y derivados. Su seguridad y eficiencia son esenciales para mantener la confianza en la moneda y respaldar las operaciones de política monetaria y la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. La integración de las infraestructuras de mercado en el ámbito europeo es una condición necesaria para conseguir un verdadero mercado único.

El Eurosistema ejerce un papel fundamental en las infraestructuras de mercado de postcontratación y de los pagos, a través de tres funciones: como operador, catalizador y responsable de la vigilancia. El Eurosistema se encarga de la gestión operativa de TARGET2, la infraestructura para la liquidación en tiempo real en dinero de banco central, de los grandes pagos y las órdenes de pagos urgentes en euros. Para facilitar el uso transfronterizo de los activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, éste ofrece el Modelo de Corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC). Además, desde junio de 2015, la nueva infraestructura del Eurosistema —TARGET2-Securities (T2S)— proporciona servicios de liquidación de valores en dinero de banco central. De cara al futuro, la visión del Eurosistema para el año 2020 perfila la estrategia para el futuro de las infraestructuras de mercado, que se aborda en la sección 1.1.

En su papel de catalizador, el Eurosistema colabora activamente con la industria en las tareas de armonización de los procesos de postcontratación tras el lanzamiento de T2S, y en la búsqueda de soluciones de pago, compensación y liquidación para pagos minoristas en la zona del euro que sean seguras y eficaces. El Eurosistema ha contribuido a la implantación de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, en sus siglas en inglés) desde sus inicios, y continuará impulsando de manera activa la innovación en el ámbito de los pagos minoristas. En la sección 1.2 se abordan las innovaciones derivadas de la creciente digitalización de los servicios de pago.

Como responsable de la vigilancia de las infraestructuras de mercado, el Eurosistema garantiza una gestión eficaz de los riesgos y el desarrollo de unos mecanismos de gobierno sólidos para dichas infraestructuras y, en caso necesario, promueve cambios. Por ejemplo, como parte de su participación en los procesos de establecimiento de estándares internacionales, el Eurosistema colabora con la industria para reforzar la resiliencia de las infraestructuras de los mercados financieros frente a ataques cibernéticos. También se está trabajando para mejorar la eficiencia y la seguridad de los pagos minoristas. En cuanto a la vigilancia de las infraestructuras de valores y derivados, el Eurosistema —en colaboración con los responsables pertinentes de la vigilancia y la supervisión— concluyó la evaluación del diseño de T2S con anterioridad al lanzamiento de la nueva plataforma. Además, los riesgos asociados a las entidades de contrapartida central (ECC) han sido el

centro de atención dada su creciente importancia sistémica, una cuestión que se considera con más detalle en la sección 1.3.

1.1 Entrada en funcionamiento de T2S y futuro de las infraestructuras de mercado

En junio de 2015 entró en funcionamiento TARGET2-Securities, la nueva plataforma única para la liquidación de valores del Eurosistema. Actualmente, cinco depositarios centrales de valores de Grecia, Italia, Malta, Rumanía y Suiza están conectados a la plataforma, y los 16 restantes se incorporarán a lo largo de los dos próximos años. La faceta multivisa de T2S se implantará a partir de 2018, cuando puedan liquidarse operaciones en coronas danesas. Se espera que otros países y monedas se incorporen a T2S en el futuro.

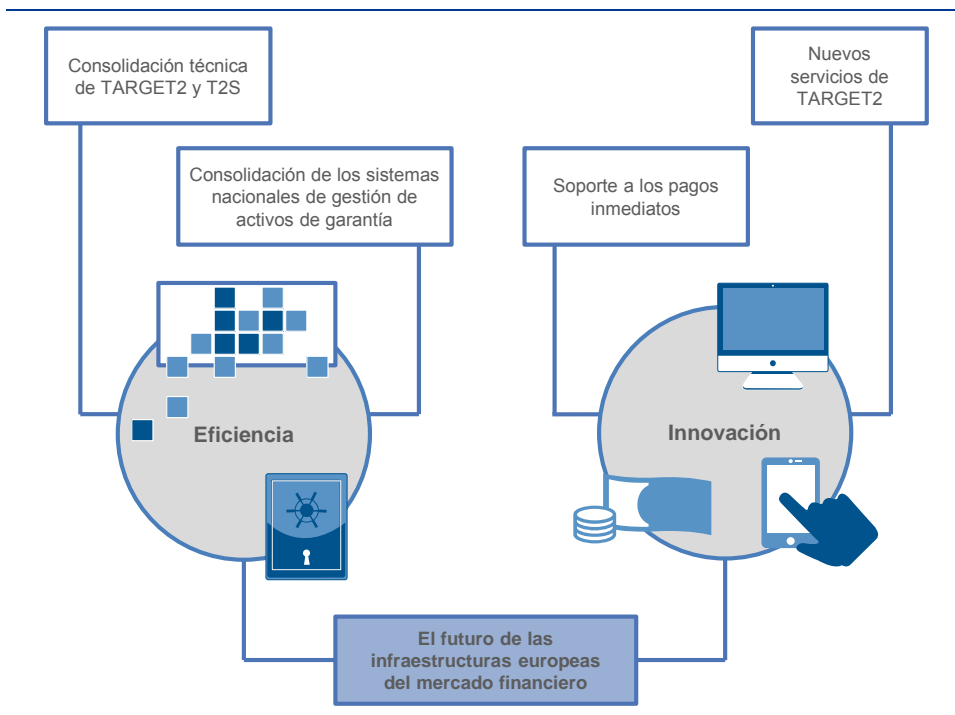
T2S elimina las diferencias entre la liquidación nacional y transfronteriza de las operaciones con valores, ofreciendo una solución a los inconvenientes derivados de la anterior fragmentación de los mercados. T2S ha desempeñado un papel clave en la armonización de los servicios y estándares de postcontratación, y contribuye a reforzar la integración financiera y a lograr un verdadero mercado único europeo.

Mientras la migración a T2S continúa, el Eurosistema mira al futuro tratando de asegurar que las infraestructuras de mercado y los pagos se adecuan a los avances tecnológicos y obtienen ganancias adicionales de eficiencia. La visión del Eurosistema para 2020 perfila una estrategia para las infraestructuras de mercado que consta de tres líneas de acción.

La primera línea de acción consiste en analizar las sinergias entre TARGET2 y T2S. La infraestructura técnica se consolidará de forma que TARGET2 pueda beneficiarse de las funciones más avanzadas actualmente disponibles en T2S, por ejemplo, optimizando en mayor medida los mecanismos que favorecen el ahorro de liquidez. La segunda línea consiste en investigar opciones para contribuir al desarrollo de una solución paneuropea de pagos inmediatos (véase sección 1.2). La tercera línea de acción trata de seguir armonizando e incrementando la eficiencia de la gestión de los activos de garantía del Eurosistema, incluida la posible armonización de las técnicas y los procedimientos de constitución y aportación de garantías. Si los trabajos de armonización dan resultados satisfactorios, se podría considerar la posibilidad de implantar un sistema común de gestión de activos de garantía del Eurosistema.

Figura 1

Infraestructuras europeas del mercado financiero – objetivos para 2020 y años posteriores



Fuente: BCE.

Como parte de sus esfuerzos por hacer realidad su visión para el año 2020, el Eurosistema colaborará estrechamente con el mercado, beneficiándose de su opinión y velando por que las infraestructuras de mercado europeas se ajusten a sus necesidades.

1.2 La digitalización de los servicios de pago

Una vez concluida con éxito la migración a la SEPA de las transferencias y los adeudos directos en la zona del euro, la atención del mercado y del Eurosistema se ha trasladado de la armonización y la integración a la modernización e innovación. Este cambio de enfoque ha sido necesario dada la influencia de la digitalización en la vida cotidiana. La industria de pagos está respondiendo a los cambios en las experiencias y las expectativas de los usuarios. En varios países europeos han ido surgiendo soluciones de pago por móvil entre particulares (P2P) o de pagos sin contacto. Algunas de estas soluciones se basan en los pagos inmediatos, es decir, soluciones de pago que aseguran la disponibilidad inmediata de los fondos para el beneficiario. No obstante, estos servicios sólo están disponibles a escala nacional y carecen de interoperabilidad y alcance paneuropeos.

Para evitar una vuelta a la fragmentación en el área SEPA por la emergencia de múltiples soluciones de pago nacionales aisladas, el Eurosistema apoya firmemente la creación de una solución paneuropea de pagos inmediatos. El Consejo de Pagos Minoristas en Euros (ERPБ, en sus siglas en inglés), presidido por el BCE, invitó a

la industria a que formulara una propuesta de diseño para un esquema de transferencias SEPA inmediatas en euros. Esta propuesta, que constituirá la base común para las soluciones de pagos inmediatos europeas, fue aprobada por el ERPB en noviembre de 2015, y será el punto de partida del código normativo único (*rulebook*) que actualmente está preparando el Consejo Europeo de Pagos.

En relación con la compensación y liquidación de los pagos inmediatos, el BCE ha iniciado un diálogo con los proveedores de las infraestructuras del mercado de pagos minoristas y está reflexionando sobre su papel en la liquidación de este tipo de pagos como operador de TARGET2.

Además, el BCE ha participado en los trabajos del ERPB dirigidos a la elaboración de recomendaciones para facilitar, a escala europea, los pagos por móvil entre particulares (P2P) y los pagos de proximidad sin contacto, basados en el uso de un móvil o de una tarjeta. De cara al futuro, las nuevas soluciones de pago y los nuevos proveedores de servicios de pago que están surgiendo en el entorno del comercio electrónico, demandarán más atención del Eurosistema.

En febrero de 2015, el BCE publicó un segundo informe sobre los esquemas de monedas virtuales. En general, la industria ha dejado de poner el foco en el aspecto del activo o valor para dar mayor importancia al mecanismo subyacente por el que éste se transfiere entre las partes intervinientes, es decir, la tecnología *blockchain* o de registro distribuido (*distributed ledger*). El BCE continuará realizando un seguimiento de los avances en la tecnología en la que se basan estos sistemas.

1.3 Gestión de los riesgos de las entidades de contrapartida central

La crisis financiera global de 2007-2008 puso de manifiesto la existencia de deficiencias significativas en la transparencia y la gestión de riesgos de las operaciones en los mercados de derivados OTC, en particular en el segmento de operaciones bilaterales. En este contexto, en la cumbre de Pittsburgh de 2009, los líderes del G-20 decidieron que todos los derivados OTC normalizados deberían compensarse a través de entidades de contrapartida central.

Como consecuencia de la obligación de realizar la compensación de forma centralizada, las ECC gestionan una parte creciente del riesgo financiero resultante de las operaciones con derivados OTC y su fortaleza ha ido adquiriendo mayor importancia desde la perspectiva de la estabilidad financiera. En este contexto, en febrero de 2015, los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-20 pidieron al Consejo de Estabilidad Financiera que desarrollase, junto con el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, un plan coordinado de trabajo para impulsar la resiliencia, el plan de recuperación y la resolución de las ECC. El «Plan de trabajo de 2015 para las ECC» incluye cuatro elementos principales: i) una evaluación sobre la idoneidad de las medidas vigentes relativas a la resiliencia de las ECC (incluida la capacidad para absorber pérdidas y la liquidez, así como pruebas de resistencia); ii) la realización de un estudio sobre los mecanismos existentes de recuperación de las ECC,

incluidos los instrumentos de reparto de pérdidas, y sobre la necesidad de estándares más detallados; iii) una revisión de los actuales regímenes de resolución y mecanismos de planificación de la resolución de ECC, así como un estudio de la necesidad de disponer de estándares más detallados o de recursos adicionales previamente depositados y, iv) un análisis de las interdependencias entre las ECC, sus miembros compensadores directos e indirectos y otras instituciones financieras, y de los posibles canales de transmisión del riesgo a través de esas interdependencias. El BCE participa activamente en estas líneas de trabajo en comités internacionales especializados.

Como parte de sus esfuerzos por potenciar la cooperación, el 29 de marzo de 2015, el BCE y el Banco de Inglaterra anunciaron⁴⁴ la adopción de medidas orientadas a reforzar la estabilidad financiera en lo que respecta a los mercados compensados de forma centralizada en la UE a través de un enfoque coordinado y común. En este contexto, las dos instituciones acordaron reforzar los mecanismos de intercambio de información y cooperación en relación con las ECC establecidas en el Reino Unido con un volumen de negocio en euros significativo.

El BCE, al igual que otros bancos centrales del Eurosistema, continuó participando en los trabajos en curso de los colegios de supervisores de las ECC de la UE que compensan un volumen elevado de operaciones en euros de conformidad con el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR). En 2015, estos trabajos incluyeron la aprobación de las propuestas de ampliación de los servicios que proporcionan algunas ECC.

El 2 de septiembre de 2015, el BCE publicó su respuesta a la consulta pública de la Comisión Europea sobre la revisión del EMIR. En la respuesta se formulaban varias propuestas para reforzar el marco de los colegios de supervisión de las ECC y mejorar la calidad de la presentación de datos sobre derivados para aumentar la transparencia.

⁴⁴ Véase la [nota de prensa](#) del BCE del 29 de marzo de 2015. El anuncio siguió a la sentencia de 4 de marzo del Tribunal General de la Unión Europea (véase también la sección 6 del capítulo 2).

2 Servicios financieros a otras instituciones

2.1 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo

El BCE es responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la UE con arreglo al [mecanismo de ayuda financiera a medio plazo](#) (MTFA, en sus siglas en inglés)⁴⁵ y el [Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera](#) (MEEF)⁴⁶. En 2015, el BCE procesó pagos de intereses de los préstamos concedidos en el marco del MTFA. A 31 de diciembre de 2015, el importe total del saldo vivo de los préstamos concedidos al amparo de este mecanismo ascendía a 5,7 mm de euros. En 2015, el BCE procesó el pago y el reembolso de un préstamo puente a corto plazo concedido a Grecia en el contexto del MEEF tras una [decisión adoptada por el Consejo de la UE](#). El BCE también procesó varios pagos, y pagos de intereses, relacionados con los préstamos otorgados en el marco del MEEF. El saldo vivo total de estos préstamos a 31 de diciembre de 2015 ascendía a 46,8 mm de euros.

Del mismo modo, el BCE es responsable de la gestión de los pagos generados en relación con las operaciones efectuadas en el contexto de la [Facilidad Europea de Estabilización Financiera](#) (FEEF)⁴⁷ y el [Mecanismo Europeo de Estabilidad](#) (MEDE)⁴⁸. En 2015, el BCE procesó diversos pagos por intereses y comisiones relacionados con préstamos otorgados al amparo de la FEEF, así como el pago de dos tramos del préstamo concedido a Grecia por cuenta del MEDE tras una [decisión adoptada por el Consejo de la UE](#). El BCE también procesó pagos en forma de contribución de los miembros del MEDE y varios pagos por intereses y comisiones de los préstamos otorgados en el marco de este mecanismo.

Por último, el BCE es responsable de procesar todos los pagos relacionados con el acuerdo de préstamo suscrito con Grecia⁴⁹. A 31 de diciembre de 2015, el saldo vivo total en el contexto de este acuerdo ascendía a 52,9 mm de euros.

⁴⁵ De conformidad con el artículo 141, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los artículos 17, 21.2, 43.1 y 46.1 de los Estatutos del SEBC, y el artículo 9 del Reglamento del Consejo (CE) n° 332/2002, de 18 de febrero de 2002.

⁴⁶ De conformidad con el artículo 122, apartado 2, y el artículo 132, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC, y el artículo 8 del Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010.

⁴⁷ De conformidad con los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC (en conjunción con el artículo 3(5) del Acuerdo Marco de la FEEF).

⁴⁸ De conformidad con los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC (en conjunción con el artículo 5.12.1 de las Condiciones Generales del MEDE para los Acuerdos sobre Líneas de Asistencia Financiera).

⁴⁹ En el contexto del acuerdo de préstamo suscrito entre los Estados miembros cuyo moneda es el euro (distintos de Grecia y de Alemania) y el Kreditanstalt für Wiederaufbau (actuando en aras del interés público, sujeto a las instrucciones de la República Federal de Alemania y con su aval), como prestamistas, y la República Helénica como prestatario y el Bank of Greece como agente del prestatario, y en virtud de lo previsto en los artículos 17 y 21.2 de los Estatutos del SEBC y el artículo 2 de la Decisión BCE/2010/4, de 10 de mayo de 2010.

2.2 Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema

En 2015 se continuó prestando una amplia gama de servicios financieros dentro del marco de Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema (SGRE) establecido en 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en euros de sus clientes. Los BCN del Eurosistema («los proveedores de servicios del Eurosistema») ofrecen a los bancos centrales, las autoridades monetarias y los organismos públicos situados fuera de la zona del euro, así como a organizaciones internacionales, el conjunto completo de servicios en condiciones uniformes de conformidad con los estándares generales del mercado. El BCE desempeña una función de coordinación general, garantizando el buen funcionamiento del marco e informando al Consejo de Gobierno.

El número de clientes de los servicios del Eurosistema a través del SGRE fue de 285 en 2015, en comparación con los 296 de 2014. Con respecto a los servicios prestados, en 2015, el total de tenencias agregadas (que incluyen las tenencias de efectivo y de valores) gestionado por el SGRE aumentó aproximadamente un 6% con respecto al volumen gestionado a finales de 2014.

3 Billetes y monedas

El BCE y los BCN de la zona del euro son los responsables de emitir los billetes en euros dentro de la zona del euro y de mantener la confianza en la moneda.

3.1 Circulación de billetes y monedas

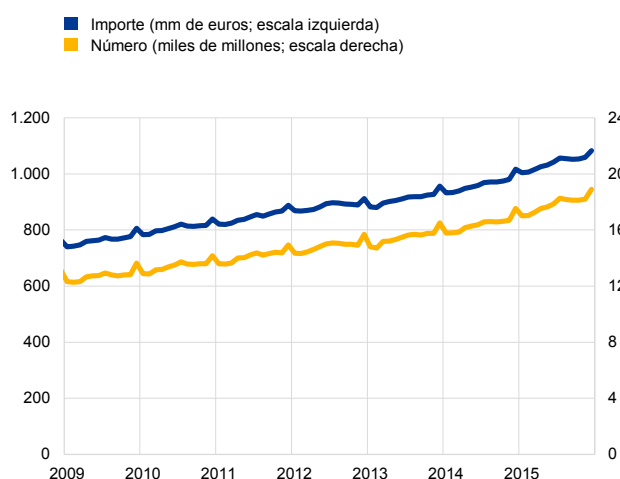
En 2015, el número de [billetes en euros en circulación](#) y su importe aumentaron en torno a un 7,8% y 6,6%, respectivamente. A finales de año había 18.900 millones de billetes en euros en circulación por un importe total de 1.083 mm de euros (véanse gráficos 27 y 28). El billete de 50 euros registró la mayor tasa de crecimiento interanual, que se situó en el 11,8% en 2015. La demanda de billetes de esta denominación experimentó un rápido incremento hacia mediados de año, lo que probablemente se debió a que los turistas que viajaban a Grecia llevaban consigo más dinero de lo habitual ante las limitaciones a la retirada de efectivo que se introdujeron en ese país (que, sin embargo, únicamente afectaban a los residentes). La [producción de billetes en euros](#) se reparte entre los BCN, a los que se asignaron, en total, 6.000 millones de billetes en 2015.

Se estima que, en términos de importe, alrededor de una cuarta parte de los billetes en euros en circulación se mantiene fuera de la zona del euro, principalmente en los países vecinos. Los billetes en euros, sobre todo de las denominaciones de 100 y 500 euros, que se encuentran fuera de la zona del euro se utilizan como depósito de valor y para liquidar operaciones en los mercados internacionales. La ventaja del dinero en efectivo reside en que permite una liquidación inmediata sin la necesidad de evaluar la solvencia de la contraparte.

En 2015, el número total de monedas en euros en circulación aumentó un 4,7% y se situó en 116.100 millones de unidades al cierre del año. A finales de 2015, el importe de las monedas en circulación ascendía a 26 mm de euros, cifra que supera en un 4% la registrada a finales de 2014.

Gráfico 27

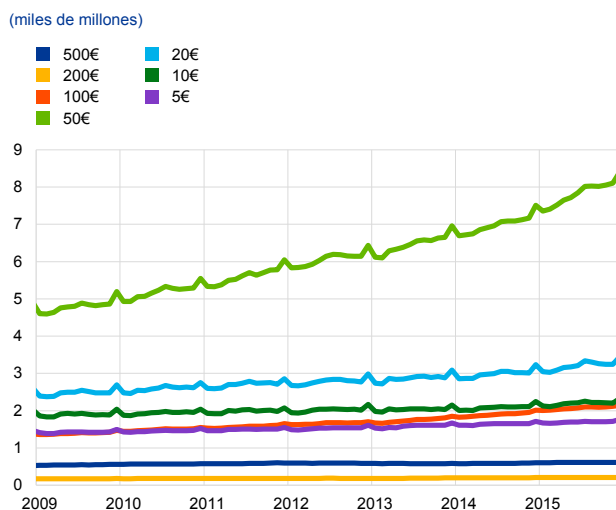
Número e importe de los billetes en euros en circulación



Fuente: BCE.

Gráfico 28

Número de billetes en euros en circulación, por denominaciones



Fuente: BCE.

En 2015, los BCN de la zona del euro procesaron unos 32.900 millones de billetes para comprobar su autenticidad y su aptitud para la circulación, y se retiraron de la circulación alrededor de 5.200 millones de billetes. Además, el Eurosistema continuó ayudando a los fabricantes de maquinaria de tratamiento de billetes con el fin de que sus máquinas cumplan los estándares establecidos por el BCE para verificar que los billetes en euros reúnen ambas características antes de recircularlos. En 2015, las entidades de crédito y otros profesionales que manejan efectivo comprobaron la autenticidad y aptitud para circular de 31.000 millones de billetes en euros utilizando ese tipo de máquinas.

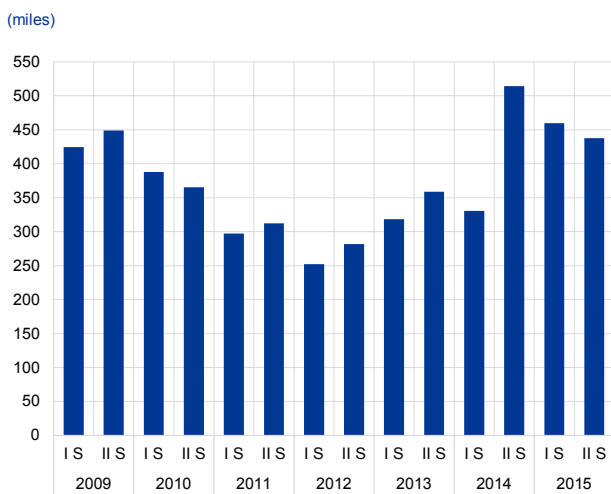
3.2 Falsificación de billetes en euros

En 2015, el Eurosistema retiró de la circulación unos 899.000 billetes falsos en euros. En comparación con el número de billetes en euros auténticos en circulación, la proporción de falsificaciones se mantiene en un nivel muy bajo. El gráfico 29 muestra la evolución a largo plazo del número de billetes falsos retirados de la circulación. Las falsificaciones tienden a concentrarse en las denominaciones de 20 y 50 euros de la primera serie de billetes en euros, que, en 2015, representaron el 50,5% y el 34,2%, respectivamente, del total de falsificaciones. En 2015, el ligero incremento del número total de falsificaciones tuvo su origen, principalmente, en el aumento de las falsificaciones de billetes de 50 euros. El gráfico 30 muestra con mayor detalle la desagregación de las falsificaciones por denominaciones.

El BCE sigue aconsejando al público que se mantenga alerta ante la posibilidad de fraude, que no deje de aplicar el método «toque-mire-gire» y que nunca se limite a examinar solamente uno de los elementos de seguridad. Además, se imparten de forma continuada cursos de formación a los profesionales en el manejo de efectivo, tanto en Europa como en otros países, y se distribuye material informativo actualizado como medida de apoyo a la lucha del Eurosistema contra la falsificación. Asimismo, el BCE colabora estrechamente con Europol, Interpol y la Comisión Europea en la consecución de este objetivo.

Gráfico 29

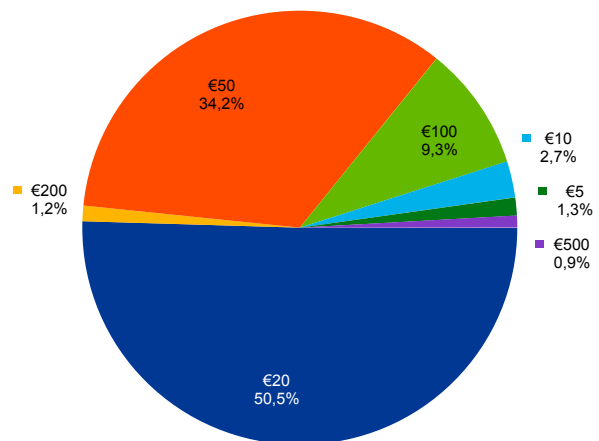
Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación



Fuente: BCE.

Gráfico 30

Desagregación de billetes falsos en euros en 2015, por denominaciones



Fuente: BCE.

3.3 Segunda serie de billetes en euros

El 25 de noviembre de 2015 comenzó a circular un nuevo billete de 20 euros, la tercera denominación de la **serie Europa** que se emite. Al igual que los nuevos billetes de 5 y 10 euros, que comenzaron a circular en mayo de 2013 y septiembre de 2014, respectivamente, el nuevo billete de 20 euros contiene elementos de seguridad mejorados, como la marca de agua con retrato y un «número esmeralda» que produce un reflejo metálico que se desplaza verticalmente al inclinarlo y también cambia de color. Además, el nuevo billete de 20 euros incluye un nuevo elemento de seguridad innovador: la ventana con retrato en la banda holográfica, que muestra un retrato de Europa (personaje de la mitología griega) cuando se mira el billete al trasluz. En el período previo a la introducción de este billete, el BCE y los BCN de la zona del euro llevaron a cabo una campaña informativa sobre el nuevo billete y sus características, dirigida tanto al público como a los profesionales del manejo del efectivo. Asimismo, estas instituciones adoptaron varias medidas para ayudar al sector de máquinas de tratamiento de billetes a prepararse para la introducción del nuevo billete.

Las restantes denominaciones de la serie Europa se introducirán de forma gradual a lo largo de los próximos años.

4 Estadísticas

El BCE, en colaboración con los BCN, desarrolla, recoge, elabora y difunde una amplia gama de estadísticas que sirven de apoyo a la política monetaria de la zona del euro, a las funciones de supervisión del BCE, a otras tareas del SEBC y a la labor de la Junta Europea de Riesgo Sistémico. Estas estadísticas también son utilizadas por las autoridades públicas, los participantes en los mercados financieros, los medios de comunicación y el público en general.

En 2015, el SEBC siguió proporcionando regularmente estadísticas de la zona del euro de forma fluida y puntual. Además, dedicó esfuerzos considerables a completar la implementación de las nuevas normas internacionales en todas las estadísticas del BCE y a satisfacer las nuevas exigencias de información estadística muy puntual, de alta calidad y más detallada a escala de países, sectores e instrumentos⁵⁰.

4.1 Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro

Desde el 1 de enero de 2015, el BCE publica datos diarios relativos al tipo de interés al contado a tres meses obtenido de una curva de rendimientos estimada a partir de bonos de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AA o superior. Desde que se inició su publicación, el FMI lo utiliza como el componente en euros del tipo de interés de los derechos especiales de giro, en sustitución del eurepo a tres meses.

Desde enero de 2015, las estadísticas de emisiones de valores publicadas incluyen mejoras en las desagregaciones por sector emisor y tipo de instrumento, en consonancia con la nueva versión del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 2010) recientemente adoptada.

En abril de 2015 se introdujeron importantes mejoras en las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional con la publicación de datos desde el año 2008, que son acordes con la metodología de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI e incluyen una desagregación detallada por área geográfica de las contrapartes.

Asimismo, desde julio de 2015, las estadísticas sobre la evolución monetaria, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, los fondos de inversión y las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización incluyen nuevos desgloses, por ejemplo, por sector emisor y tipo de instrumento, que se ajustan al SEC 2010. Las estadísticas de fondos de inversión contienen

⁵⁰ Para más información, véase www.ecb.europa.eu/pub/conferences.

datos adicionales sobre nuevas categorías de este tipo de instrumentos, como los fondos de capital riesgo y los fondos cotizados registrados en la zona del euro. Las estadísticas de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito incorporan indicadores adicionales sobre préstamos vivos detallados por vencimiento residual y próximo período de revisión del tipo de interés. Además, los tipos de interés aplicados a los préstamos renegociados se presentan por separado en las nuevas operaciones de préstamo.

En agosto de 2015 se introdujeron mejoras significativas en los datos bancarios consolidados (las estadísticas elaboradas por el SEBC para el sistema bancario de la UE en base consolidada) y se aumentó la frecuencia de publicación, que pasó a ser trimestral en lugar de semestral. Estas mejoras se han beneficiado de la entrada en vigor de las Normas Técnicas de Ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión de la Autoridad Bancaria Europea, que supuso un incremento significativo del volumen de información comparable en toda la UE. En particular, los indicadores sobre la calidad de los activos se han sustituido, en gran medida, por nuevos datos sobre las exposiciones con incumplimientos, así como por datos clave sobre reestructuraciones y refinanciaciones. También se facilitan nuevos indicadores de liquidez, financiación y activos con cargas.

En septiembre de 2015, el BCE publicó nuevas estadísticas sobre préstamos ajustados de titulaciones y otras transferencias, ofreciendo información más completa sobre préstamos concedidos por las entidades de crédito de la zona del euro pero que ya no figuran en sus balances.

En octubre de 2015, el BCE comenzó a publicar datos mensuales sobre saldos de TARGET2, el detalle por monedas de los datos sobre acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, y estadísticas anuales de pagos mejoradas, teniendo en cuenta la implantación de la Zona Única de Pagos en Euros y otros avances observados en el mercado de pagos europeo.

En noviembre de 2015, el BCE inició la publicación de un nuevo informe estadístico trimestral sobre el sector hogares, que incluye sus actividades económicas y financieras y presenta indicadores clave de la zona del euro y una comparación entre los 19 países que la integran.

En diciembre de 2015, el BCE publicó el documento titulado *Survey of National Practices*, en la que se documenta de forma pormenorizada las metodologías que aplican los países de la zona del euro en la recopilación de estadísticas de los balances de las IFM.

4.2 Otras innovaciones estadísticas

En marzo de 2015, el BCE publicó un Reglamento⁵¹ sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión, que extiende gradualmente las obligaciones a este respecto a todas las entidades supervisadas que aún no presenten información financiera de supervisión (estados FINREP). Su implantación comenzó a finales de 2015 y se llevará a cabo de forma progresiva.

Aunque las entidades que aplican las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a nivel consolidado ya están obligadas a presentar estados FINREP, el Reglamento hace extensiva esta obligación a i) los grupos supervisados significativos que apliquen normas de contabilidad nacionales; ii) las entidades supervisadas significativas que presenten información con carácter individual de conformidad con las NIIF y con normas de contabilidad nacionales; y iii) los grupos supervisados menos significativos que apliquen normas de contabilidad nacionales y las entidades supervisadas menos significativas.

El SEBC continuó trabajando en varios proyectos en curso dirigidos a mejorar la disponibilidad y la calidad de las estadísticas con el tiempo a partir de bases de datos micro nuevas o notablemente perfeccionadas. En 2015, se realizaron esfuerzos importantes para desarrollar el nuevo marco de recopilación de datos granulares de crédito, publicándose un proyecto de reglamento en diciembre de 2015 dado el gran interés del público en dicho proyecto, así como para ampliar la recogida de datos sobre emisiones y tenencias de valores individuales. En particular, el [Reglamento](#) y la [Orientación](#) relativos a las estadísticas sobre carteras de valores se actualizaron con el fin de mejorar la recopilación de datos sobre carteras de las empresas de seguros. Asimismo, prosiguen los trabajos para la implantación de nuevas estadísticas sobre el mercado monetario de la zona del euro, que conllevará la recogida diaria de información sobre cada operación que se realice en los principales segmentos de mercado (esto es, los segmentos de operaciones con garantías, sin garantías, de *swaps* de divisas y de *swaps* del eonia) a partir de abril de 2016.

En el ámbito internacional, el BCE —como miembro del Grupo Interinstitucional sobre Estadísticas Económicas y Financieras— mantuvo su firme compromiso con los objetivos de la Iniciativa sobre limitaciones de los datos (*Data Gaps Initiative*), puesta en marcha en abril de 2009 por los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-20 para subsanar las lagunas identificadas a raíz de la crisis financiera mundial. Tras haber desarrollado y aplicado las 20 recomendaciones iniciales de la primera fase, el BCE está prestando un importante apoyo a la segunda fase de esta iniciativa, adoptada en septiembre de 2015.

⁵¹ Reglamento (UE) 2015/534 del Banco Central Europeo de 17 de marzo de 2015 sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión (BCE/2015/13).

5 Investigación económica

La elaboración de trabajos de investigación de elevada calidad desempeña un papel esencial para ayudar a que el BCE alcance sus principales objetivos y para abordar sus distintas prioridades. Durante 2015, las actividades de investigación económica se reforzaron en el contexto de los numerosos e importantes nuevos retos a los que se enfrentan los responsables de la política económica. Cabe destacar la reorganización de estos trabajos en un menor número de clusters específicos de investigación (siete). Además, tres importantes redes de investigación contribuyeron a promover una cooperación continuada en temas de investigación relevantes en todo el SEBC⁵².

5.1 Prioridades y *clusters* de investigación del BCE

Durante 2015, la investigación económica del BCE se llevó a cabo en siete grupos en todo el banco, que conjuntamente se centraron en cuatro prioridades fundamentales: i) incorporar el impacto de los cambios registrados en la estructura económica y financiera a los trabajos de análisis y predicción del ciclo económico; ii) evaluar la transmisión monetaria, incluidas las modificaciones en el marco operativo y su implementación; iii) iniciar actividades de investigación en el ámbito de la supervisión macroprudencial y bancaria y seguir avanzando en el análisis macroprudencial, y iv) entender la interacción entre la política monetaria única y las políticas fiscales, estructurales y prudenciales en un entorno de cambios en el marco institucional de la UE.

En lo que se refiere a las prioridades i) y ii), un objetivo clave de los trabajos de investigación fue profundizar en la comprensión de las causas de los reducidos niveles de inflación y de los persistentes errores de predicción de la inflación. Los resultados pusieron de manifiesto la importancia tanto de los canales internos como externos. Por lo que respecta a los canales externos, la dificultad de elaborar previsiones sobre los precios del petróleo se identificó como un factor fundamental en los recientes errores de predicción de la inflación. En consecuencia, se desarrollaron varios nuevos modelos para contribuir a pronosticar mejor la evolución del mercado del petróleo, así como para sintetizar los resultados de los distintos modelos. En cuanto a los determinantes internos, la investigación puso de relieve que la posible infravaloración del grado de holgura de la economía y el fortalecimiento del vínculo entre la actividad real y la inflación podrían ser una de las causas de la sobreestimación de la inflación. Asimismo, los trabajos de investigación ayudaron a identificar nuevos riesgos asociados a un posible desanclaje de las expectativas de inflación y demostraron que unos niveles bajos de inflación pueden tender a autoalimentarse cuando los tipos de interés nominales se sitúan en el límite inferior cero. Sin embargo, estos trabajos también pusieron de manifiesto que las indicaciones sobre la evolución futura de la política monetaria (*forward guidance*) y las medidas de política monetaria no convencionales pueden desempeñar un papel

⁵² En el [sitio web del BCE](#) puede consultarse información más detallada sobre sus actividades de investigación, incluida información sobre eventos, publicaciones y redes de investigación.

importante en este entorno, mitigando el riesgo de desanclaje y respaldando la demanda agregada.

Además, de manera creciente, las políticas micro y macroprudenciales pasaron a ocupar un lugar cada vez más destacado en los trabajos de investigación del BCE durante 2015. Tras el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión, la actividad investigadora se centró en los efectos de la regulación y de otras políticas públicas sobre el comportamiento de las entidades de crédito y sus balances. También se asignó una alta prioridad al desarrollo de modelos para analizar las políticas macroprudenciales y su interacción con otras políticas, como la política monetaria. El análisis de las diferencias y los desequilibrios existentes entre los países de la zona del euro continuó siendo uno de los focos principales de la investigación relacionada con la prioridad iv) señalada anteriormente. Una conclusión importante de este trabajo fue la identificación de factores estructurales que podrían explicar las divergencias entre ellos, como las rigideces institucionales y en los mercados de trabajo y de productos que pueden frenar el crecimiento. En el ámbito de los mercados financieros, una nueva e importante línea de investigación se centró en la elaboración de indicadores para evaluar las vulnerabilidades de la integración financiera y el sector bancario.

5.2 Las redes de investigación del Eurosistema/SEBC

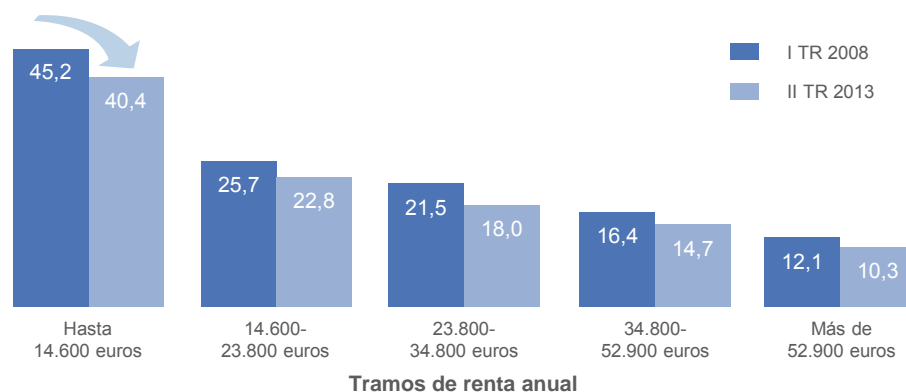
Las redes de investigación del Eurosistema/SEBC continuaron realizando contribuciones significativas en 2015, entre las que se encuentran los trabajos desarrollados por la red sobre la situación financiera y el consumo de las familias (*Household Finance and Consumption Network*), la red de investigación sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*) y la red de investigación de la competitividad (*Competitiveness Research Network*).

El trabajo de la red sobre la situación financiera y el consumo de las familias se centró en el análisis de los datos procedentes de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*; HFCS, en sus siglas en inglés). El objetivo último de esta encuesta es entender la manera en que la heterogeneidad microeconómica afecta a los resultados macroeconómicos. Durante el año se siguieron investigando diversos aspectos del comportamiento de los consumidores y la situación financiera de los hogares, como el análisis del efecto de los cambios en la riqueza de los hogares sobre el consumo y la distribución de la riqueza entre los hogares y los países. Los datos de la encuesta se utilizaron para calibrar los efectos de la inflación y la deflación sobre la riqueza de los hogares. Una conclusión importante fue que los hogares jóvenes de clase media, que tienden a endeudarse para adquirir una vivienda, son los más perjudicados en episodios de deflación, mientras que los hogares que han acumulado patrimonio, más ricos y de mayor edad, son los más afectados en los episodios de inflación. Además, los datos de la encuesta HFCS se usaron para estimar el modo en que el descenso de los tipos de interés se traduce en una menor carga financiera para cada hogar, y los resultados obtenidos

parecieron indicar que la caída de las ratios de carga financiera fue especialmente acusada en los hogares de renta más baja (véase figura 2).

Figura 2

Porcentaje de la renta destinada al pago de la deuda hipotecaria



Fuente: BCE.

La red de investigación sobre dinámica salarial puso en marcha la tercera ola de su encuesta, en la que participaron 25 BCN. Los datos nacionales se recogieron en 2014 y a principios de 2015, y se elaboró un conjunto armonizado de datos de los distintos países. El objetivo de la encuesta es investigar cómo se han adaptado las empresas a las diferentes perturbaciones y cambios institucionales que se han producido desde la crisis financiera. Varios proyectos de investigación en curso están usando estos datos recopilados recientemente a nivel de empresa para realizar un análisis, basado en datos microfundamentados, de los ajustes acometidos en los mercados de trabajo de los países de la UE durante el período 2010-2013. En dicho análisis se consideran i) el momento de las perturbaciones y su persistencia y ii) la respuesta del empleo y los salarios a las perturbaciones y su relación con las reformas estructurales.

Durante 2015, la red de investigación de la competitividad, basándose en un nuevo conjunto de datos individuales de empresas de la UE, estudió exhaustivamente los determinantes del comercio y la competitividad, la transmisión internacional de perturbaciones y la asignación de recursos dentro de la UE. Una de las principales conclusiones de la red fue que la competitividad europea también depende, en gran medida, de elementos distintos de los precios relacionados con la innovación, la tecnología y las capacidades organizativas, más que únicamente de los precios, los costes y los salarios. Además, la red constató que la dispersión subyacente de la productividad de las empresas es un determinante fundamental de los resultados agregados del comercio, dada, por ejemplo, la elevada heterogeneidad de las reacciones de los exportadores a distintas perturbaciones. Este conjunto de datos siguió ampliándose durante el año, lo que permitió realizar un análisis más actualizado de los cambios registrados en la distribución de la productividad con el tiempo (antes y después de la crisis, por ejemplo) y diferenciar entre distintas características de las empresas, como el tamaño y el país en el que se ubican.

5.3 Conferencias y publicaciones

La organización de conferencias y seminarios de investigación fomenta un esencial intercambio de opiniones y debate de los resultados de las actividades investigadoras. En 2015, el BCE organizó varios actos de este tipo. Uno de los más destacados fue el Foro sobre banca central del BCE en Sintra, Portugal, acerca de la inflación y el empleo en Europa (*Inflation and unemployment in Europe*). Otro importante seminario, celebrado en noviembre de 2015, se centró en los retos para la política monetaria en un entorno de baja inflación (*Challenges for monetary policy in a low inflation environment*).

Muchas de las actividades de investigación del BCE también se han plasmado en la publicación de trabajos. La serie de documentos de trabajo del BCE contribuye a difundir los resultados de la investigación de forma oportuna. Dentro de esta categoría, en 2015 se publicó un total de 117 documentos. Durante ese año, también se publicaron 67 documentos en revistas especializadas elaborados por economistas del BCE de forma individual o en colaboración con otros expertos. Esta cifra representó un notable incremento con respecto a la de 2014 e incluyó una mayor proporción de publicaciones en revistas sobre economía y finanzas de primer orden.

6 Asuntos jurídicos

En 2015, el BCE participó en varios procedimientos judiciales a nivel de la UE y adoptó también numerosos dictámenes en virtud de la exigencia del Tratado de que la institución sea consultada acerca de cualquier propuesta de acto de la UE o proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia, así como de supervisar el cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado.

6.1 Participación del BCE en procedimientos judiciales a nivel de la UE

En relación con las operaciones monetarias de compraventa (OMT, en sus siglas en inglés), después de que el Tribunal Constitucional Federal alemán planteara una cuestión prejudicial, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea siguió las Conclusiones del [Abogado General del 14 de enero de 2015](#) en lo esencial y ratificó la compatibilidad de las OMT con los Tratados en su sentencia [de 16 de junio de 2015 en el asunto C-62/14](#). La sentencia reconoce que el BCE dispone de amplia discrecionalidad para definir y aplicar la política monetaria. Las OMT, cuyo objetivo es preservar el carácter único de la política monetaria dentro de la zona euro y salvaguardar el adecuado mecanismo de transmisión de la política monetaria, recaen dentro del ámbito del mandato del BCE, es decir el mantenimiento de la estabilidad de precios. En particular, las OMT no invaden las competencias de política económica de los Estados miembros. Según señala el Tribunal, esta conclusión no se ve modificada por el hecho de que la aplicación de las OMT esté

supeditada al pleno cumplimiento de los programas de ajuste macroeconómico del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad por parte de los Estados miembros correspondientes, ya que esto evita el riesgo de que las medidas de política monetaria pongan en peligro la efectividad de la política económica que apliquen los Estados miembros en cuestión. Además, las OMT cumplen con el principio de proporcionalidad. Asimismo, por lo que respecta a la prohibición de financiación monetaria, el Tribunal precisó que las compras de deuda pública en los mercados secundarios no deben producir un efecto equivalente al de la adquisición directa de estos instrumentos en el mercado primario ni deben utilizarse para eludir el objetivo del artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. En este sentido, los programas de compra de deuda pública deben incluir suficientes garantías. El Tribunal consideró que las OMT incorporan dichas garantías suficientes, en particular porque evitan ofrecer garantías de que los bonos emitidos serán adquiridos posteriormente por el SEBC. El Tribunal subrayó que las OMT no reducen el incentivo para que los Estados miembros sigan una política presupuestaria sólida. Sobre la base de la sentencia dictada en el marco de un procedimiento prejudicial, el Tribunal Constitucional Federal alemán dictará sentencia final sobre la compatibilidad de las OMT con la Constitución alemana.

En octubre de 2015, el Tribunal General de la UE dictó sentencia a favor del BCE en los cuatro asuntos pendientes planteados por tenedores de deuda pública griega. Los demandantes sostenían que habían sufrido pérdidas económicas y que se habían visto privados de sus derechos fundamentales a la propiedad y a la libertad económica después de una reestructuración parcial de la deuda soberana griega en 2012. En la sentencia dictada en el asunto [T-79/13](#), el Tribunal consideró, en relación con el supuesto perjuicio, que el BCE no había realizado ningún acto ilícito que pudiera generar responsabilidad con arreglo al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Tribunal también aclaró que aunque el BCE participó en los trabajos de seguimiento de la evolución económica de Grecia, no podía ser considerado responsable en relación con la participación del sector privado en la reestructuración de la deuda, ya que la responsabilidad de tales decisiones recae fundamentalmente, si no exclusivamente, en el Gobierno griego. La sentencia confirmó que el papel general que desempeñó el BCE en el contexto de esta reestructuración consistió únicamente en prestar asesoramiento, y se ajustaba a su mandato según establece el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y el Tratado por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad. En consonancia con el fallo del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en el asunto relativo a las operaciones monetarias de compraventa (véase más arriba), el Tribunal puso de relieve que el BCE goza de amplia discrecionalidad para definir y aplicar la política monetaria y añadió que solo puede incurrir en responsabilidad, en ese ámbito, si se ha excedido, de manera manifiesta y grave, en el ejercicio de sus competencias. Los otros tres asuntos planteados ante el Tribunal, [T-350/14](#), [T-38/14](#) y [T-413/14](#), fueron desestimados por considerarlos inadmisibles.

El 4 de marzo de 2015, el Tribunal dictó sentencia en el asunto [T-496/11](#) sobre la validez jurídica del marco de vigilancia del Eurosistema por el que se establece la política de localización de las entidades de contrapartida central (ECC). En 2011, el Reino Unido interpuso un recurso solicitando la anulación del citado marco en la

medida en que establecía una política de localización para determinadas ECC situadas en Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. El Tribunal consideró que el marco de vigilancia incluía exigencias de carácter regulatorio y que las competencias de vigilancia del BCE no se extendían al establecimiento de tales requisitos para las ECC. Por consiguiente, el Tribunal anuló el marco de vigilancia en la medida en que establecía una exigencia de localización a determinadas ECC. El 10 de septiembre de 2015, el Consejo de Gobierno adoptó un [marco de política de vigilancia](#) revisado provisional sin exigencias de localización para las ECC y se publicó en el sitio web del BCE.

6.2 Dictámenes del BCE y casos de incumplimiento

El artículo 127, apartado 4, y el artículo 282, apartado 5, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea requieren que el BCE sea consultado acerca de cualquier propuesta de acto de la UE o proyecto de disposición legal nacional que entre en su ámbito de competencia⁵³. Todos los dictámenes emitidos por el BCE se publican en su [sitio web](#). Los dictámenes del BCE sobre propuestas de legislación de la UE se publican además en el Diario Oficial de la Unión Europea.

En 2015, el BCE adoptó tres dictámenes sobre propuestas de legislación de la UE y 55 sobre proyectos de legislación nacional que entraban en su ámbito de competencia.

A nivel de la UE, el BCE adoptó los dictámenes [CON/2015/10](#) y [CON/2015/18](#) relativos a los índices armonizados de precios de consumo y el dictamen [CON/2015/4](#) sobre la revisión de la misión y organización de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Un número significativo de las consultas planteadas por las autoridades nacionales se referían a la atribución de nuevas funciones a los bancos centrales nacionales (BCN), entre las que se incluye el papel de autoridades nacionales de resolución⁵⁴, en relación con el funcionamiento de los mecanismos de resolución nacionales⁵⁵, los sistemas de garantía de depósitos⁵⁶, registros de cuentas bancarias⁵⁷, una [central de información de riesgo](#), un [mediador crediticio](#), la regulación del arrendamiento financiero y las actividades de las sociedades especializadas en los arrendamientos financieros⁵⁸, y la [protección de los consumidores](#). El BCE adoptó varios dictámenes sobre modificaciones de los Estatutos de los BCN relativos, entre otras cuestiones, a la independencia del banco central y al nombramiento y destitución de miembros

⁵³ De conformidad con el Protocolo sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que se anexa al Tratado, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido (DO C 83 de 30.3.2010, p. 284).

⁵⁴ Véanse [CON/2015/2](#), [CON/2015/22](#), [CON/2015/25](#), [CON/2015/33](#), [CON/2015/35](#) y [CON/2015/42](#).

⁵⁵ Véanse [CON/2015/3](#), [CON/2015/17](#), [CON/2015/19](#), [CON/2015/28](#), [CON/2015/47](#) y [CON/2015/48](#).

⁵⁶ Véanse [CON/2015/40](#) y [CON/2015/52](#).

⁵⁷ Véanse [CON/2015/36](#) y [CON/2015/46](#).

⁵⁸ Véanse [CON/2015/37](#) y [CON/2015/45](#).

de los órganos rectores de los BCN⁵⁹. El BCE también adoptó dictámenes sobre legislación relativa a [pagos](#), [billetes](#)⁶⁰, protección contra la [falsificación](#), [coeficientes de reserva](#), estadísticas⁶¹, la reestructuración de los préstamos hipotecarios denominados en moneda extranjera⁶², la supervisión prudencial de entidades de crédito y la estabilidad financiera⁶³.

Se contabilizaron 17 casos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre proyectos de disposiciones legales nacionales, presentándose a continuación los que se consideraron claros e importantes⁶⁴.

La Asamblea Nacional búlgara no consultó al BCE sobre la modificación de la Ley de entidades de crédito y de otras leyes⁶⁵, suscitando inquietud sobre una posible vulneración de la independencia del banco central.

Las autoridades croatas no consultaron al BCE acerca de una Ley de fijación del tipo de cambio de las cuotas mensuales de préstamos denominados en francos suizos o vinculados a esta moneda⁶⁶. El BCE tampoco fue consultado sobre una Ley complementaria que establecía la conversión de estos préstamos en préstamos denominados en euros o vinculados a la moneda única. Habida cuenta de la importancia de esta última medida, el BCE decidió emitir el dictamen ([CON/2015/32](#)) por iniciativa propia, pero la Ley fue adoptada por el Parlamento croata antes de que el BCE adoptara su dictamen.

El BCE no fue consultado por las autoridades griegas sobre el Decreto Legislativo relativo al cierre de entidades de crédito durante un breve período y a restricciones a las retiradas de efectivo y las transferencias de capital. El carácter extraordinario y temporal de esta norma legislativa griega, adoptada con urgencia por razones imperiosas de interés público general para asegurar que los controles de capitales se ajustaban en función de las necesidades, fue reconocido por el BCE.

El BCE no fue consultado por las autoridades húngaras sobre nuevos actos jurídicos relativos a: i) la creación de un fondo de garantía de depósitos extraordinario⁶⁷; ii)

⁵⁹ Véanse [CON/2015/6](#), [CON/2015/8](#), [CON/2015/9](#), [CON/2015/41](#) y [CON/2015/44](#).

⁶⁰ Véanse [CON/2015/29](#) y [CON/2015/51](#).

⁶¹ Véanse [CON/2015/5](#), [CON/2015/24](#), [CON/2015/27](#) y [CON/2015/30](#).

⁶² Véanse [CON/2015/26](#) y [CON/2015/32](#).

⁶³ Véanse [CON/2015/1](#), [CON/2015/7](#), [CON/2015/11](#), [CON/2015/12](#), [CON/2015/13](#), [CON/2015/14](#), [CON/2015/15](#), [CON/2015/16](#), [CON/2015/23](#), [CON/2015/31](#), [CON/2015/34](#), [CON/2015/38](#), [CON/2015/43](#), [CON/2015/47](#) y [CON/2015/53](#).

⁶⁴ Estos incluyen: i) los casos en los que una autoridad nacional no consultó al BCE sobre proyectos de disposición legal que entraban dentro del ámbito de competencias del BCE, y ii) los casos en los que una autoridad nacional consultó formalmente al BCE, pero sin dejarle tiempo suficiente para examinar el proyecto de disposición legal y adoptar su dictamen antes de la aprobación de dicha disposición.

⁶⁵ Ley que modifica y complementa la Ley de Entidades de Crédito, publicada en el Darjaven Vestnik, número 50, 3 de julio de 2015.

⁶⁶ Publicada en el Diario Oficial de Croacia n.º 9/2015.

⁶⁷ Ley XXXIX de 2015, publicada en el Magyar Közlöny 2015/53.

medidas relativas a insolvencias personales⁶⁸; y iii) la conversión de determinados préstamos al consumo denominados en moneda extranjera a forintos húngaros⁶⁹.

El BCE decidió emitir un Dictamen ([CON/2015/55](#)) por iniciativa propia sobre un proyecto de legislación relativo al gravamen aplicable a las retiradas de efectivo de cajeros automáticos en Irlanda, habida cuenta de su interés general para el SEBC, ya que entraña la posibilidad de que los pagos con billetes en euros resulten más caros que los efectuados a través de medios electrónicos de pago, poniendo a la moneda de curso legal en una situación de desventaja.

Las autoridades portuguesas no consultaron al BCE en relación con modificaciones del procedimiento para nombrar directivos del Banco de Portugal.

Las autoridades eslovacas tampoco consultaron al BCE en relación con modificaciones del código mercantil y legislación relacionada⁷⁰ que permitían que el Gobierno imponga un gravamen especial a las instituciones financieras con el fin de reforzar los recursos propios de entidades de titularidad pública.

Las autoridades eslovenas no consultaron al BCE sobre una norma relativa a la investigación sistemática de proyectos de importancia nacional que, entre otras cosas, también se refería a las garantías para preservar la independencia de la Banka Slovenije y de sus órganos rectores.

El BCE decidió emitir un Dictamen ([CON/2015/56](#)) por iniciativa propia sobre un proyecto de ley relativo a la dación del inmueble en pago de la hipoteca inmobiliaria en Rumanía, habida cuenta de su interés general para el SEBC en lo que respecta a la estabilidad de sistema financiero rumano y a la posibilidad de que tenga un amplio efecto negativo en la economía y el sector bancario.

Los casos de incumplimiento de la obligación de consulta al BCE por parte de Chipre, Grecia, Hungría, Irlanda e Italia se consideraron claros y reiterados.

6.3 Aspectos jurídicos relacionados con el Mecanismo Único de Supervisión: el Comité Administrativo de Revisión

El Comité Administrativo de Revisión, integrado por cinco miembros y dos suplentes, lleva a cabo exámenes administrativos internos de las decisiones de supervisión del BCE. El Comité inició sus actividades en septiembre de 2014 y desde entonces ha examinado varias decisiones impugnadas a solicitud de los destinatarios de decisiones de supervisión.

⁶⁸ Ley CV de 2015, publicada en el Magyar Közlöny 2015/100.

⁶⁹ Ley CXLV de 2015, publicada en el Magyar Közlöny 2015/142.

⁷⁰ Ley n.º 87/2015.

6.4 Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado

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

El BCE también supervisa las adquisiciones en el mercado secundario de instrumentos de deuda del sector público del propio Estado miembro, del sector público de otros Estados miembros y de organismos e instituciones de la UE realizadas por los bancos centrales de la UE. De conformidad con los considerandos del Reglamento (CE) 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 realizado en 2015 en relación con las actividades mencionadas confirmó que, en general, se cumplieron las disposiciones de los artículos 123 y 124 del Tratado y de los Reglamentos del Consejo relacionados.

El ejercicio de supervisión puso de manifiesto que, en 2015, no todos los BCN de la UE disponían de políticas de remuneración de los depósitos del sector público que cumplan plenamente los límites máximos de remuneración. En concreto, algunos BCN deben garantizar que el límite de remuneración de los depósitos del sector público sea el tipo de interés a un día sin garantías aun cuando este sea negativo.

La reducción de los activos relacionados con la IBRC por parte del Central Bank of Ireland durante 2015, entre otras vías mediante la venta de bonos a tipo de interés variable a largo plazo, supone un avance en la dirección necesaria de enajenación íntegra de estos activos. Sin embargo, un programa de venta más ambicioso atenuaría en mayor medida los problemas más persistentes y graves relacionados con la financiación monetaria.

En respuesta a la preocupación reflejada en el Informe Anual del BCE 2014, el BCE continuó realizando un seguimiento de varios programas no relacionados con la política monetaria puestos en marcha por el Magyar Nemzeti Bank en 2014, y que podrían percibirse como que no son compatibles con la prohibición de financiación

monetaria, en la medida en que podría considerarse que, con ellos, el Magyar Nemzeti Bank está asumiendo funciones que corresponden al Estado u otorgando otro tipo de ventajas financieras al Estado. Estos programas incluían inversiones inmobiliarias, un programa para fomentar la formación financiera a través de una red de seis fundaciones, la transferencia al banco central de anteriores empleados de las autoridades de supervisión financiera húngaras y un programa de adquisición de obras de arte y bienes culturales húngaros. Como la preocupación del BCE no se disipó durante 2015, el BCE continuará vigilando atentamente estas operaciones con el fin de garantizar que su realización no genere un conflicto con la prohibición de financiación monetaria. Asimismo, el Magyar Nemzeti Bank debe garantizar que los recursos que el banco central ha proporcionado a su red de fundaciones no se utilicen, directa o indirectamente, para financiar el sector público.

En 2015, el Magyar Nemzeti Bank adquirió una participación mayoritaria en la Bolsa de Budapest, lo que podría plantear problemas de financiación monetaria ya que el Magyar Nemzeti Bank utilizó en realidad recursos del banco central para favorecer un objetivo de política económica que suele considerarse una función del Estado. El Magyar Nemzeti Bank también decidió introducir varias modificaciones en sus instrumentos de política monetaria para apoyar su programa de autofinanciación. Si se tienen en cuenta los incentivos que se generaron para que las entidades de crédito adquirieran valores públicos denominados en forintos, algunas de estas modificaciones, tomadas en su conjunto, podrían considerarse un medio para eludir la prohibición de acceso privilegiado a los efectos del artículo 124 del Tratado. El BCE invita al Magyar Nemzeti Bank a revisar detenidamente estas operaciones con el fin de evitar conflictos con las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado.

El Bank of Greece reembolsó una obligación crediticia del Gobierno griego en el marco del Acuerdo de derechos de giro (*Stand-By Arrangement*) utilizando tenencias de derechos especiales de giro respecto de los que el Bank of Greece asumía los riesgos y rendimientos. El reembolso plantea serios problemas de financiación monetaria ya que efectivamente supuso la financiación por parte del Bank of Greece de una obligación del sector público frente a terceros. El acuerdo relativo a las tenencias y procedimientos de funcionamiento de las cuentas en derechos especiales de giro asignados por el FMI, firmado con el Gobierno griego en diciembre de 2015, evita la repetición de este tipo de situaciones en el futuro.

7 Relaciones europeas e internacionales

7.1 Relaciones europeas

A partir de las lecciones extraídas de la crisis, en el transcurso del año se dieron nuevos pasos para culminar la unión bancaria, abordar la fragmentación del sector financiero y continuar con el saneamiento de este sector en la zona del euro. Estas medidas se plasmaron en la propuesta de la Comisión Europea para la creación de un sistema europeo de garantía de depósitos y el establecimiento del Mecanismo

Único de Resolución. La situación económica de la zona del euro y las negociaciones sobre la asistencia financiera a Grecia también configuraron el orden del día de las reuniones del Eurogrupo y el Consejo ECOFIN, en las que participaron el presidente del BCE y otros miembros de su Comité Ejecutivo. La necesidad de desarrollar una estrategia coherente en materia de política fiscal, financiera y estructural para promover la recuperación en Europa ocupó un lugar destacado en las reuniones del Consejo Europeo y en las Cumbres europeas a las que fue invitado el presidente del BCE. En 2015, el BCE siguió manteniendo un estrecho diálogo con instituciones y foros europeos, en particular con el Parlamento Europeo, el Consejo Europeo, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo y la Comisión Europea.

7.1.1 Culminación de la Unión Económica y Monetaria europea

El presidente del BCE –junto con el presidente de la Comisión Europea, el presidente de la Cumbre del Euro, el presidente del Eurogrupo y el presidente del Parlamento Europeo– participó en la elaboración de un informe titulado «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», publicado el 22 de junio de 2015. De conformidad con el mandato de la Cumbre del Euro de octubre de 2014 de «preparar los siguientes pasos para mejorar la gobernanza económica de la zona del euro», el informe incluye una hoja de ruta de tres fases hacia el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria completa y auténtica.

Para dar seguimiento al informe, el 21 de octubre de 2015, la Comisión Europea adoptó un paquete de medidas estableciendo el camino a seguir en la aplicación de las propuestas a corto plazo en él recogidas, en particular con respecto a los [consejos nacionales de competitividad](#), la creación de un [Consejo Fiscal Europeo](#) y los avances hacia una [representación exterior unificada de la zona del euro](#) en foros internacionales, en particular en el FMI.

Estos son los primeros pasos orientados a mejorar el marco de gobernanza económica. De cara al futuro, se debería clarificar el mandato y reforzar la independencia institucional del Consejo Fiscal Europeo, con el fin de garantizar que pueda desempeñar un papel importante para lograr una mayor transparencia y un cumplimiento más riguroso de las reglas fiscales⁷¹. Los consejos de competitividad, a su vez, podrían dar un nuevo impulso a la aplicación de reformas estructurales en los países de la zona del euro, pero habrán de constituirse de forma que se asegure su independencia tanto a nivel nacional como de la zona del euro, en una red común⁷². Por su parte, el BCE siguió propugnando la adopción de medidas firmes para culminar la unión bancaria, lo que debería incluir la creación de un mecanismo de respaldo común y creíble para el Fondo Único de Resolución y la puesta en marcha de un sistema europeo de garantía de depósitos. En este contexto, el BCE

⁷¹ Para más información, véase el recuadro titulado «[La creación del Consejo Fiscal Europeo](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

⁷² Para más información, véase el recuadro titulado «[La creación de consejos de competitividad en el contexto de los esfuerzos encaminados a lograr una auténtica unión económica](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015.

acoge favorablemente el proyecto de reglamento de la Comisión relativo al establecimiento de dicho sistema. Junto con la unión bancaria, la unión de los mercados de capitales europeos puede fortalecer la Unión Económica y Monetaria mejorando la distribución transfronteriza de los riesgos y reforzando la resistencia del sistema financiero, como también propiciar mayor y más fácil acceso a la financiación y que se siga avanzando en la integración financiera europea⁷³.

De cara al futuro, estas medidas a corto plazo se han de aplicar con rapidez, como indica el informe. Posteriormente, los trabajos para precisar detalladamente la visión a largo plazo para la Unión Económica y Monetaria deberían iniciarse tan pronto como sea posible. El BCE ha subrayado a menudo la necesidad de una aplicación coherente y exhaustiva de las disposiciones del marco actual y de una mayor cesión de soberanía a medio y a largo plazo, por ejemplo, a través de una mejor gobernanza con un cambio de enfoque de las normas a las instituciones. El Eurosistema está dispuesto a contribuir a estas tareas.

7.1.2 Rendición de cuentas democrática

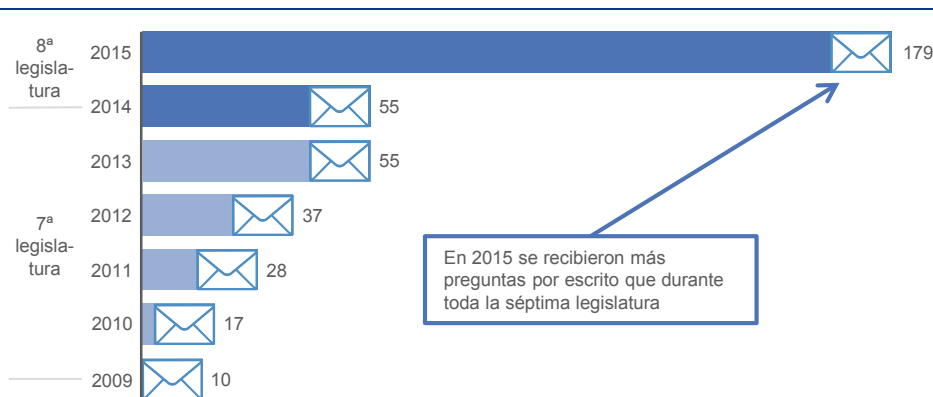
El BCE es responsable de sus acciones ante el Parlamento Europeo, como órgano integrado por los representantes de los ciudadanos de la UE elegidos democráticamente. En 2015, el presidente del BCE asistió a cuatro comparecencias ordinarias de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo celebradas el [23 de marzo](#), el [15 de junio](#), el [23 de septiembre](#) y el [12 de noviembre](#). En estas comparecencias, los miembros del Parlamento Europeo se centraron, en particular, en la situación económica de la zona del euro, en el programa ampliado de compra de activos del BCE, en los programas de ajuste macroeconómico y en la reforma de la gobernanza de la zona del euro. Además de asistir a las comparecencias ordinarias, el [25 de febrero](#), y el presidente participó en el debate plenario sobre la resolución aprobada por el Parlamento Europeo en relación con el Informe Anual 2013 del BCE. Asimismo, el [20 de abril](#), el vicepresidente del BCE presentó el Informe Anual 2014 del BCE a la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y el [16 de junio](#), Yves Mersch, miembro del Comité Ejecutivo, participó en una comparecencia pública sobre TARGET2-Securities ante esa misma comisión.

El BCE también rinde cuentas mediante la presentación de información periódica y respondiendo a las preguntas escritas de los miembros del Parlamento Europeo, cuyo número ha aumentado considerablemente: las 179 cartas recibidas en 2015 superaron la cifra de las recibidas durante toda la legislatura anterior (véase figura 3). Las respuestas a estas cartas se publican en el sitio web del BCE. La mayoría de las cuestiones planteadas se centraron en la aplicación de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, en las perspectivas económicas y en los programas de ajuste macroeconómico.

⁷³ Véase sección 3.5 del capítulo 1.

Figura 3

Número de cartas de miembros del Parlamento Europeo



Fuente: BCE.

Como en el pasado, el BCE realizó aportaciones a las discusiones del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE sobre propuestas legislativas que se inscriben dentro de sus ámbitos de competencia.

El BCE también debe rendir cuentas de sus actividades de supervisión bancaria ante el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE. En este marco, el presidente del Consejo de Supervisión del BCE compareció ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo en cinco ocasiones y asistió a determinadas reuniones del ECOFIN y del Eurogrupo. En el [Informe Anual sobre las actividades de supervisión del BCE 2015](#) se proporciona información más detallada.

7.2 Relaciones internacionales

En un entorno internacional complejo, el BCE participó en debates en foros internacionales, recopiló información e informó sobre su propia política, fortaleciendo así las relaciones con los principales homólogos en el exterior. Estas actividades fueron especialmente importantes en un año en el que las autoridades monetarias de todo el mundo se disponían a ajustar la orientación de sus políticas.

7.2.1 G-20

En un entorno de débil recuperación económica mundial y de aumento de la volatilidad en algunas economías emergentes, el BCE contribuyó activamente a las discusiones del G-20 centradas en promover el crecimiento y a reforzar la resistencia de la economía a escala global, y en los que se hizo hincapié en la necesidad de aplicar rigurosamente los planes de reforma. En el contexto de la adopción de importantes decisiones de política monetaria y en otras áreas, también se abordó la cuestión de los efectos de contagio globales de las políticas económicas nacionales. Por otro lado, se subrayó la necesidad de calibrar cuidadosamente las decisiones y actuaciones de política monetaria, así como de

comunicarlas con claridad, a fin de reducir la incertidumbre y los efectos de contagio adversos.

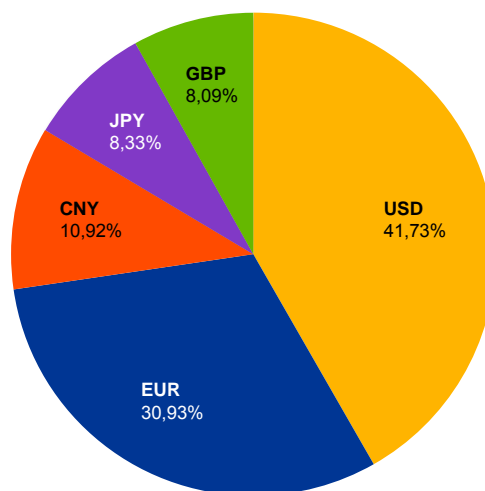
En la cumbre celebrada en Antalya, los líderes del G-20 informaron sobre los avances realizados en la aplicación de estrategias de crecimiento encaminadas a aumentar el nivel agregado del PIB en un 2% (como mínimo) para 2018. La realización de los elementos esenciales de la agenda de reformas financieras fue acogida favorablemente, destacándose la necesidad de una implementación uniforme. Los líderes del G-20 también analizaron los progresos logrados en relación con otras iniciativas globales, especialmente el Proyecto de lucha contra la erosión de la base tributaria y el desplazamiento de los beneficios, cuyo objetivo es modernizar las normas tributarias internacionales. En su conjunto, las medidas del G-20 deberían impulsar el crecimiento real y potencial, favorecer la creación de empleo, reforzar la resistencia, promover el desarrollo y potenciar el carácter incluyente de las políticas.

7.2.2 Aspectos de política económica relacionados con el FMI y la arquitectura financiera internacional

El BCE participó activamente en las discusiones con el FMI sobre la arquitectura financiera internacional y apoyó la coordinación de posiciones comunes para reforzar la voz de la UE y la zona del euro. En 2015, el FMI llevó a cabo su revisión quinquenal del método de valoración de los derechos especiales de giro (DEG) con el fin de garantizar que la cesta de monedas que integran los DEG siga reflejando la importancia relativa de las principales monedas en el sistema financiero internacional y en el comercio mundial. Un aspecto clave del debate en la revisión de 2015 fue la cuestión de si se ampliaba el número de monedas que componen la cesta de los DEG para incluir el renminbi chino. En el período previo a la revisión de 2015, las autoridades chinas emprendieron una serie de reformas encaminadas a potenciar el libre uso del renminbi. El 30 de noviembre de 2015, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó la inclusión de esta moneda en la cesta de los DEG, que se hará efectiva el 1 de octubre de 2016.

Figura 4

Composición de la cesta de monedas de los DEG a partir de octubre de 2016



Fuente: FMI.

La reforma de las cuotas y de la gobernanza del FMI, acordada en 2010, siguió pendiente durante 2015, debido a que no había sido ratificada por Estados Unidos, país miembro del FMI de mayor peso. Sin embargo, a finales de año, el Congreso de Estados Unidos autorizó su ratificación bajo determinadas condiciones. Una vez que las reformas se hagan efectivas, la gobernanza del FMI mejorará ya que el papel de las economías emergentes quedará mejor reflejado y los recursos provenientes de las cuotas registrarán un incremento significativo. El BCE propugna que el FMI continúe siendo una institución fuerte, dotada de los recursos adecuados y basada en cuotas, de forma que sea menos dependiente de los recursos ajenos. Durante 2015, se siguió trabajando en posibles vías de reforma para mejorar la flexibilidad del sistema de préstamos del FMI. Esta institución también llevó a cabo una revisión exhaustiva de sus programas para 27 países (que comprendían 23 acuerdos de financiación) entre 2008 y 2015, en la que, entre otros aspectos, se analizó la estrategia de ajuste para los miembros de una unión monetaria y el papel de la financiación regional en los programas de la zona del euro.

7.2.3 Cooperación técnica

El BCE continuó ampliando sus actividades de cooperación técnica con los bancos centrales de países no pertenecientes a la UE. La colaboración del BCE con bancos centrales de países que tienen previsto adherirse a la UE consistió en dos programas de cooperación y actividades realizadas como parte de una serie de seminarios regionales. Los dos programas de cooperación se pusieron en práctica conjuntamente con los BCN, contaron con financiación de la UE y estuvieron dirigidos al Banco Central de Montenegro, el Banco Central de la República de Kosovo, el Banco de Albania y el Banco Nacional de la República de Macedonia. Los seminarios regionales se centraron en los retos de carácter institucional planteados en el contexto de la adhesión a la UE, la supervisión macroprudencial y

microprudencial y la potenciación del uso de la moneda local en los mercados financieros nacionales. La cooperación técnica complementa el seguimiento y el análisis que realiza regularmente el BCE de la evolución económica y financiera de los países candidatos y posibles candidatos a la UE y el diálogo con sus bancos centrales en relación a sus políticas. Asimismo, el BCE siguió cooperando con los bancos centrales de las economías emergentes del G-20 con objeto de compartir conocimientos técnicos y buenas prácticas, y, en este contexto, en 2015 firmó un Memorando de Entendimiento con el Banco de la Reserva de India.

8 Comunicación externa

Explicación de la política monetaria a los ciudadanos europeos

La comunicación es un instrumento fundamental para reforzar la eficacia de la política monetaria del BCE e infundir confianza a los ciudadanos de la zona del euro. El BCE se ha esforzado por alcanzar un alto grado de transparencia desde el principio. Así, por ejemplo, fue el primer banco central importante en celebrar regularmente conferencias de prensa al término de las reuniones de política monetaria.

En los años siguientes al inicio de la crisis financiera, para el BCE cobró aún mayor importancia explicar las decisiones de política monetaria, entre ellas una serie de medidas no convencionales, con claridad y transparencia. Si el público en general y los mercados financieros pueden comprender la posible reacción del BCE ante una situación determinada, podrán formarse unas expectativas razonables respecto a la política monetaria futura. Cuanto mejor se comprenda, mayor será la rapidez con la que los cambios en dicha política se trasladen a las variables financieras, lo que puede acelerar la transmisión de la política monetaria a las decisiones de inversión y de consumo, así como cualquier ajuste económico necesario.

En 2015, las actividades de comunicación del BCE estuvieron guiadas por un esfuerzo encaminado a dotar de mayor transparencia y reforzar la rendición de cuentas de la institución. El BCE dirige la política monetaria para 338 millones de ciudadanos de la zona del euro que utilizan 16 idiomas diferentes. La institución aborda esta pluralidad aprovechando la ventaja inherente de contar con 19 bancos centrales nacionales en el Eurosistema. Los profesionales de cada país garantizan que los mensajes del BCE se escuchen y se entiendan en el contexto local.

En 2015, el BCE tuvo que recurrir a nuevas medidas no convencionales para cumplir su mandato en un entorno de creciente incertidumbre. Esto llevó aparejada una mayor responsabilidad de explicar al público por qué se optaba por una línea de actuación en lugar de otra.

Publicación de las reseñas de política monetaria

En 2014, el Consejo de Gobierno del BCE decidió publicar las reseñas de sus reuniones de política monetaria a partir de principios de 2015. Estas reseñas, que generalmente se difunden cuatro semanas después de cada reunión de política monetaria, hacen que resulte más sencillo comprender la valoración de la economía por parte del Consejo de Gobierno y sus respuestas de política monetaria. En ellas se resumen de forma anónima los debates relacionados con el análisis económico y monetario y con la orientación de la política monetaria. La publicación de las reseñas refuerza la rendición de cuentas y la eficacia del BCE y ayuda a afrontar el reto de formular la política monetaria en una unión monetaria plurinacional, cumpliendo los propósitos estratégicos de rendición de cuentas, independencia, credibilidad y cercanía a los ciudadanos del Eurosistema y el MUS.

Principios rectores de las actividades de comunicación del BCE

Como parte de un mayor esfuerzo por aumentar la transparencia, el Comité Ejecutivo del BCE también decidió publicar de forma periódica las agendas de las reuniones de cada uno de los miembros del Comité, con un retraso de tres meses, a partir de noviembre de 2015. La publicación de estas agendas pone de relieve asimismo el compromiso de transparencia y rendición de cuentas del BCE.

Durante 2015, las actividades de comunicación del BCE se centraron fundamentalmente en la mayor orientación acomodaticia de la política monetaria, concretamente en la implementación del programa ampliado de compra de activos. En noviembre, el BCE cumplió su primer año como supervisor bancario, y la inmensa mayoría de los discursos pronunciados por los miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión, así como sus compromisos con los medios de comunicación, estuvieron relacionados con estos temas.

Además, los miembros del Comité Ejecutivo comparecieron ante el Parlamento Europeo, para explicar sus actuaciones a los legisladores, propiciando así un mejor conocimiento y una mayor comprensión, por parte del público, de las funciones y las políticas del Eurosistema (para más información, véase sección 7 de este capítulo).

En sus intervenciones públicas y a puerta cerrada, así como en sus reuniones bilaterales, los miembros del Comité Ejecutivo se guían por un conjunto de [principios rectores](#), cuyo objetivo es garantizar la integridad de la institución.

Estas decisiones recientes representan un nuevo paso adelante en el camino hacia una mayor transparencia.

Nuevo sitio web: explicación del funcionamiento del BCE

Una manera de conectar con los ciudadanos de toda la zona del euro es a través de internet. En 2015, el BCE lanzó un nuevo sitio web para mejorar la navegación y hacer que su contenido fuera más accesible. En una nueva sección se explican

temas relevantes en un lenguaje sencillo y utilizando recursos multimedia. Así, por ejemplo, un [vídeo](#) muestra el funcionamiento de la plataforma T2S para la liquidación de valores. En la página principal del sitio web del BCE figuran destacados discursos, notas de prensa y entrevistas a miembros del Comité Ejecutivo. La [cuenta de Twitter](#) del BCE tiene en la actualidad más de 300.000 seguidores y se utiliza para destacar publicaciones y mensajes clave de los discursos, mientras que YouTube se usa para publicar vídeos y Flickr para fotografías. Ahora, el BCE también está en LinkedIn.

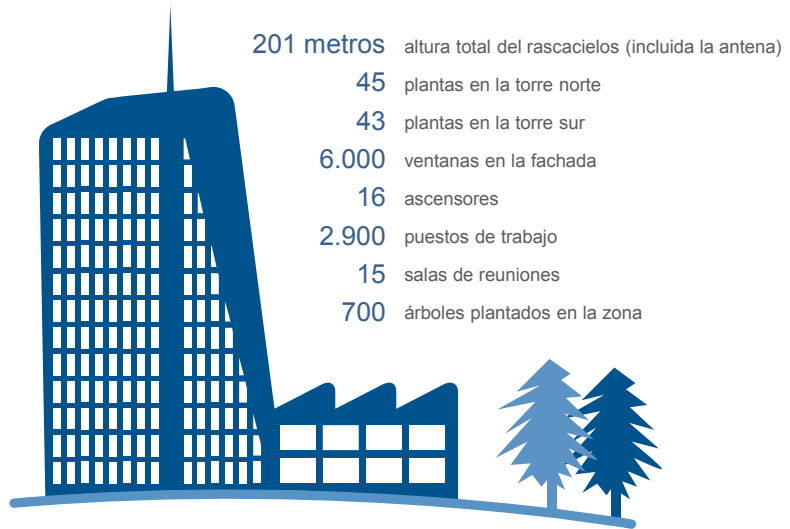
La accesibilidad de las estadísticas ha mejorado gracias a dos nuevas herramientas. El sitio web «[Nuestras estadísticas](#)» se desarrolló en colaboración con los bancos centrales nacionales del Eurosistema para facilitar el acceso a las estadísticas nacionales y de la zona del euro. La aplicación ECBstatsApp permite acceder a los datos publicados en el Statistical Data Warehouse del BCE de manera rápida y sencilla.

Nuevo edificio: inauguración de la sede del BCE

En marzo se inauguró oficialmente el nuevo edificio del BCE en el emplazamiento del antiguo mercado mayorista de Fráncfort. La ceremonia de inauguración siguió adelante pese a las protestas anticapitalistas realizadas delante del edificio principal y por toda la ciudad de Fráncfort. El edificio dispone de espacio de oficinas con capacidad para hasta 2.900 empleados, y la sala de reuniones del Consejo de Gobierno se encuentra en la última planta. Durante la construcción y la inauguración del edificio, el BCE llevó a cabo un amplio conjunto de actividades y actos orientados a los medios de comunicación, como por ejemplo, visitas guiadas al edificio y una invitación a una jornada de puertas abiertas.

En la planta sótano del edificio del ala este, el complejo acoge un monumento conmemorativo de la deportación de ciudadanos judíos entre 1941 y 1945. El monumento, un proyecto conjunto de la comunidad judía local y la ciudad de Fráncfort del Meno, se inauguró oficialmente en noviembre de 2015.

Figura 5
El nuevo edificio – datos clave



Fuente: BCE.

Anexo 1

Marco institucional

1 Órganos rectores y gobierno corporativo del BCE

El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (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 está determinado por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los Estatutos del SEBC y el Reglamento interno correspondiente⁷⁴. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los bancos centrales nacionales (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.

1.1 Consejo de Gobierno

El Consejo de Gobierno es el principal órgano rector del BCE. Está compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BCN de los países de la zona del euro. La ampliación de la zona del euro para incluir a Lituania como su 19º país miembro el 1 de enero de 2015 hizo que se implementara un sistema de rotación del derecho de voto de los miembros del Consejo de Gobierno.

Desde enero de 2015, las reuniones sobre política monetaria se celebran cada seis semanas. Las reseñas de estas reuniones se publican generalmente con un desfase de cuatro semanas.

Consejo de Gobierno

Mario Draghi Presidente del BCE

Vítor Constâncio Vicepresidente del BCE

⁷⁴ Para más información sobre los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión BCE/2014/1, de 22 de enero de 2004, por la que se modifica la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo; la Decisión 2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo; DO L 80 de 18.3.2004, p. 33; la Decisión BCE/2004/12, de 17 de junio de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230 de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, DO L 314 de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos también pueden consultarse en el sitio web del BCE.

Josef Bonnici Gobernador del Central Bank of Malta

Luc Coene Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (hasta el 10 de marzo de 2015)

Benoît Cœuré Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Carlos Costa Gobernador del Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Gobernadora del Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Gobernador del Eesti Pank

Patrick Honohan Gobernador del Central Bank of Ireland (hasta el 25 de noviembre de 2015)

Boštjan Jazbec Gobernador del Banka Slovenije

Klaas Knot Presidente del De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Gobernador del Central Bank of Ireland (desde el 26 de noviembre de 2015)

Sabine Lautenschläger Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Erkki Liikanen Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Gobernador del Banco de España

Jozef Makúch Gobernador del Národná banka Slovenska

Yves Mersch Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Ewald Nowotny Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer Gobernador de la Banque de France (hasta el 31 de octubre de 2015)

Peter Praet Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Gaston Reinesch Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Gobernador del Latvijas Banka

Jan Smets Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (desde el 11 de marzo de 2015)

Yannis Stournaras Gobernador del Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

François Villeroy de Galhau Gobernador de la Banque de France
(desde el 1 de noviembre de 2015)

Ignazio Visco Gobernador de la Banca d'Italia

Jens Weidmann Presidente del Deutsche Bundesbank



Fila anterior (de izquierda a derecha): Carlos Costa, Ignazio Visco, Sabine Lautenschläger, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Yves Mersch

Fila intermedia (de izquierda a derecha): Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

Fila posterior (de izquierda a derecha): Boštjan Jazbec, Peter Praet, François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas

Nota: Jens Weidmann no estaba presente cuando se tomó la fotografía.

1.2 **Comité Ejecutivo**

El Comité Ejecutivo está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados por el Consejo Europeo, por mayoría cualificada, tras consultar con el Parlamento Europeo y el BCE.

Comité Ejecutivo

Mario Draghi Presidente del BCE

Vítor Constâncio Vicepresidente del BCE

Benoît Cœuré Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Sabine Lautenschläger Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Yves Mersch Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

Peter Praet Miembro del Comité Ejecutivo del BCE



Fila anterior (de izquierda a derecha): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi (presidente), Vítor Constâncio (vicepresidente)

Fila posterior de (izquierda a derecha): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

1.3 Consejo General

El Consejo General está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los BCN de los 28 Estados miembros de la UE.

Consejo General

Mario Draghi Presidente del BCE

Vítor Constâncio Vicepresidente del BCE

Marek Belka Presidente del Narodowy Bank Polski

Josef Bonnici Gobernador del Central Bank of Malta

Mark Carney Gobernador del Bank of England

Luc Coene Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (hasta el 10 de marzo de 2015)

Carlos Costa Gobernador del Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Gobernadora del Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Gobernador del Eesti Pank

Patrick Honohan Gobernador del Central Bank of Ireland (hasta el 25 de noviembre de 2015)

Stefan Ingves Gobernador del Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu Gobernador del Banca Națională a României

Ivan Iskrov Gobernador del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) (hasta el 14 de julio de 2015)

Boštjan Jazbec Gobernador de la Banka Slovenije

Klaas Knot Presidente del De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Gobernador del Central Bank of Ireland (desde el 26 de noviembre de 2015)

Erkki Liikanen Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Gobernador del Banco de España

Jozef Makúch Gobernador del Národná banka Slovenska

György Matolcsy Gobernador del Magyar Nemzeti Bank

Ewald Nowotny Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer Gobernador de la Banque de France (hasta el 31 de octubre de 2015)

Dimitar Radev Gobernador del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria) (desde el 15 de julio de 2015)

Gaston Reinesch Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Gobernador del Latvijas Banka

Lars Rohde Gobernador del Danmarks Nationalbank

Miroslav Singer Gobernador del Česká národní banka

Jan Smets Gobernador del Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (desde el 11 de marzo de 2015)

Yannis Stournaras Gobernador del Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

François Villeroy de Galhau Gobernador de la Banque de France (desde el 1 de noviembre de 2015)

Ignazio Visco Gobernador de la Banca d'Italia

Boris Vujčić Gobernador del Hrvatska narodna banka

Jens Weidmann Presidente del Deutsche Bundesbank

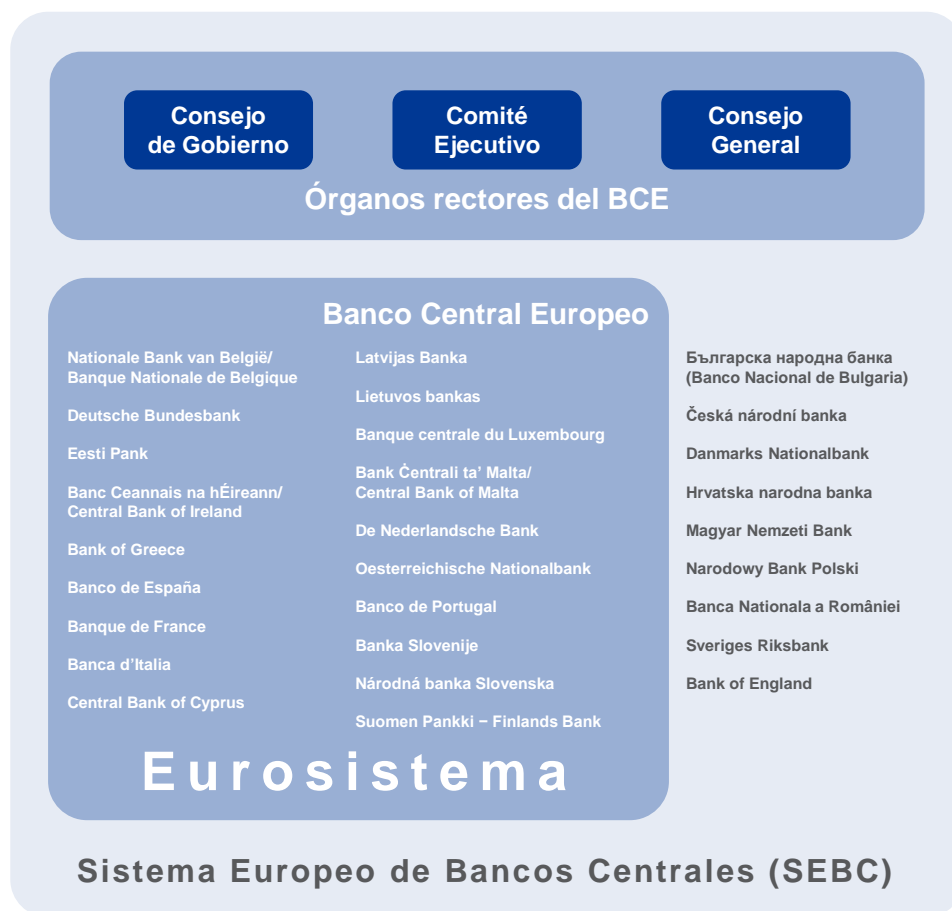


Fila anterior (de izquierda a derecha): Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Fila intermedia (de izquierda a derecha): Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Fila posterior (de izquierda a derecha): Boštjan Jazbec, Sir Jon Cunliffe (Subgobernador del Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

Nota: Mark Carney, Jens Weidmann y György Matolcsy no estaban presentes cuando se tomó la fotografía.



1.4 Gobierno corporativo

Además de los órganos rectores, la estructura de gobierno corporativo del BCE comprende dos comités de alto nivel –el Comité de Auditoría y el Comité Deontológico–, así como distintos procedimientos de control externo e interno. Esta estructura se complementa con el Régimen Deontológico del BCE, la Decisión del BCE (BCE/2004/11) relativa a las condiciones que rigen las investigaciones en materia de lucha contra el fraude, y las normas relativas al acceso público a los documentos del BCE. Tras el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), los asuntos relacionados con el gobierno corporativo han adquirido aún mayor relevancia para el BCE.

Comité de Auditoría

El Comité de Auditoría del BCE presta apoyo al Consejo de Gobierno brindando asesoramiento o dando su opinión sobre i) la integridad de la información financiera, ii) la vigilancia de los controles internos, iii) el cumplimiento de la legislación, la regulación y los códigos de conducta aplicables, y iv) el desempeño de las funciones de auditoría. Su [mandato](#) puede consultarse en el sitio web del BCE. Está presidido

por Erkki Liikanen y en 2015 estaba compuesto por otros cuatro miembros: Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer y Jean-Claude Trichet.

Comité Deontológico

Con el fin de asegurar una aplicación adecuada y uniforme de los diferentes códigos de conducta de los órganos que participan en los procesos de toma de decisiones del BCE, el Comité Deontológico, que empezó a estar operativo tras el nombramiento de sus miembros en el segundo trimestre de 2015, ofrece asesoramiento y orientación en asuntos éticos a los miembros del Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo de Supervisión. Su [mandato](#) puede consultarse en el sitio web del BCE. Está presidido por Jean-Claude Trichet y compuesto por otros dos miembros externos: Klaus Liebscher y Hans Tietmeyer.

Procedimientos de control externo e interno

Procedimientos de control externo

Los Estatutos del SEBC prevén dos procedimientos de control externo, concretamente, el auditor externo, nombrado con arreglo a un sistema de rotación por un período de cinco años para auditar las cuentas anuales del BCE, y el Tribunal de Cuentas Europeo, que examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE.

Procedimientos de control interno

El sistema de controles internos establecido en el BCE consta de tres niveles: i) los controles de gestión, ii) diversas funciones de vigilancia de riesgos y del cumplimiento y iii) una auditoría independiente de aseguramiento.

La estructura de control interno del BCE se basa en un planteamiento funcional según el cual cada unidad organizativa (sección, división, dirección o dirección general) es responsable de la gestión de sus propios riesgos, así como de asegurar la eficacia y la eficiencia de sus operaciones.

Las funciones de vigilancia comprenden mecanismos de seguimiento y procedimientos eficaces para lograr un control adecuado de los riesgos financieros y operacionales. Este segundo nivel de control se ejerce a través de las funciones internas del BCE (como la función presupuestaria y de control, de gestión del riesgo operacional y financiero, de control de calidad de la supervisión bancaria o de cumplimiento) y/o, según corresponda, de los Comités del Eurosistema/SEBC (por ejemplo, el Comité de Desarrollo Organizativo, el Comité de Gestión de Riesgos y el Comité de Presupuestos).

Además, con independencia de la estructura de control interno y del seguimiento de los riesgos que lleva a cabo el BCE, su función de auditoría interna realiza auditorías bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo, de conformidad con

el Estatuto de Auditoría del BCE. 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. Asimismo, el Comité de Auditores Internos, integrado por expertos en auditoría interna del BCE, los BCN y las autoridades nacionales competentes, contribuye a la consecución de los objetivos del Eurosistema y del MUS.

Régimen Deontológico del BCE

El Régimen Deontológico del BCE se compone del Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno, el Código suplementario de criterios éticos aplicable a los miembros del Comité Ejecutivo, el Código de Conducta de los miembros del Consejo de Supervisión y el Reglamento del personal del BCE. Este régimen establece normas éticas y principios rectores para garantizar que se alcancen los niveles más elevados de integridad, competencia, eficiencia y transparencia en el desempeño de las tareas del BCE.

Medidas de lucha contra el fraude y el blanqueo de capitales

El Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptaron un Reglamento que prevé, entre otras medidas, la investigación interna por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF, en sus siglas en inglés) de posibles fraudes en las instituciones, órganos, oficinas y agencias de la UE. En 2004, el Consejo de Gobierno aprobó el marco jurídico relativo a las condiciones que rigen las investigaciones que la OLAF efectúe en el BCE en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal. Además, en 2007, el BCE estableció sus programas internos de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Estos programas se complementan con un sistema de información interna para garantizar que toda la información pertinente sea recopilada de forma sistemática y comunicada debidamente al Comité Ejecutivo.

Acceso a los documentos del BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE⁷⁵ es acorde con los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos de la UE en lo que respecta al acceso público a sus documentos. Esta decisión aumenta la transparencia al tiempo que respeta la independencia del BCE y de los BCN y garantiza la confidencialidad de determinadas cuestiones relacionadas con el desempeño de las tareas del BCE. En 2015 se introdujeron nuevas modificaciones en el régimen de acceso público a los documentos del BCE para tener en cuenta las nuevas actividades relacionadas con el MUS.

⁷⁵ Decisión BCE/2004/3, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo, DO L 80 de 18.3.2004, p. 42, en su versión modificada.

Con el fin de reafirmar su compromiso con la transparencia y la rendición de cuentas, el BCE decidió publicar, a partir de febrero de 2016 y con un desfase de tres meses, los calendarios de las reuniones de cada uno de los miembros del Comité Ejecutivo. Asimismo, estos se comprometieron a seguir los principios rectores de la comunicación externa para garantizar la igualdad de condiciones y un trato equitativo a las partes interesadas (para más información, véase sección 8 del capítulo 2).

Oficina de Cumplimiento y Gobernanza

En una nueva muestra del firme compromiso del BCE con la buena gobernanza y los niveles más elevados de ética profesional, en enero de 2015, el Comité Ejecutivo estableció una Oficina de Cumplimiento y Gobernanza (CGO, en sus siglas en inglés) especializada. La CGO, que depende directamente del presidente del BCE, apoya al Comité Ejecutivo en la protección de la integridad y la reputación del BCE, promueve estándares de conducta ética y refuerza la rendición de cuentas y la transparencia del BCE. Asimismo, para mejorar la coherencia general y la eficacia del marco de gobierno corporativo del BCE, la CGO desempeña las funciones de secretaria del Comité de Auditoría y del Comité Deontológico del BCE y actúa como punto de enlace para el Defensor del Pueblo Europeo y la OLAF.

Anexo 2

Comités del Eurosistema/SEBC

Los comités del Eurosistema/SEBC han seguido desempeñando un importante papel asistiendo a los órganos rectores del BCE en el ejercicio de sus funciones. A solicitud 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 competencias del Consejo General. Además, cuando se tratan asuntos relacionados con la supervisión bancaria, los comités involucrados adaptan su composición, estando representados los Estados miembros participantes en el MUS por un miembro del banco central y un miembro de la autoridad nacional competente. Si procede, otros organismos competentes también pueden ser invitados a las reuniones de los comités.

Comités del Eurosistema/SEBC, Comité de Presupuestos y Conferencia de Recursos Humanos, y sus presidentes (a 1 de enero de 2016)

Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Werner Studener	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Ulrich Bindseil
Comité de Billetes (BANCO) Ton Roos	Comité de Política Monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comité de Control (COMCO) Joachim Nagel	Comité de Desarrollo Organizativo (ODC) Steven Keuning
Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC (ECCO) Christine Graeff	Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (PSSC) Marc Bayle/Daniela Russo
Comité de Estabilidad Financiera (FSC) Vitor Constâncio	Comité de Gestión de Riesgos (RMC) Carlos Bernadell
Comité de Tecnologías de la Información (ITC) Koenraad de Geest	Comité de Estadísticas (STC) Aurel Schubert
Comité de Auditores Internos (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité de Presupuestos (BUCOM) Pentti Hakkarainen
Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Frank Moss	Conferencia de Recursos Humanos (HRC) Steven Keuning
Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Chiara Zilioli	

Existen otros dos comités. El Comité de Presupuestos presta asistencia al Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE, mientras que la Conferencia de Recursos Humanos es un 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.

Anexo 3

Organización y Recursos Humanos

Organigrama del BCE (a 1 de enero de 2016)



1) Informa al Comité Ejecutivo a través del Presidente.

2) Informa al presidente del BCE en su calidad de presidente de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).

3) Incluye la función de protección de datos.

4) Secretario del Comité Ejecutivo, del Consejo de Gobierno y del Consejo General.

5) Informa al Comité Ejecutivo a través del Presidente sobre cuestiones de cumplimiento.

Recursos Humanos en el BCE

Tras la introducción del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en 2014, el BCE llevó a cabo una revisión exhaustiva de sus prácticas y procedimientos organizativos internos en 2015. Las opiniones del personal se recabaron mediante una encuesta a todos los empleados de la institución. Se creó el puesto de director general de servicios (CSO, en sus siglas en inglés) con el fin de mejorar la coordinación entre las funciones de apoyo y facilitar en mayor medida la adaptación de los servicios de apoyo a las necesidades de la institución en su conjunto. El director general de servicios es responsable de la gestión de asuntos relacionados con los servicios administrativos, los servicios de tecnologías de la información, los recursos humanos, el presupuesto y el área financiera. El director general de servicios informa al Comité Ejecutivo a través del presidente y asistirá habitualmente a las reuniones del Comité Ejecutivo.

A 31 de diciembre de 2015, la plantilla aprobada del BCE en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa ascendía a 2.650 empleados, en comparación con 2.622 empleados a finales de 2014. El número real de empleados, en términos de equivalentes a jornada completa, ascendía a 2.871 (frente a 2.577 a 31 de diciembre de 2014)⁷⁶. En 2015 se ofrecieron 279 nuevos contratos de duración determinada (convertibles o no convertibles en indefinidos) y se suscribieron 246 contratos de corta duración, además de algunas prórrogas, para cubrir ausencias inferiores a un año. Durante 2015, el BCE siguió ofreciendo contratos de corta duración por períodos de hasta 36 meses a empleados de los BCN y de organismos internacionales. A 31 de diciembre de 2015 había 226 empleados procedentes de los BCN y de organismos internacionales trabajando en el BCE con diversos cometidos, un 50% más que a finales de 2014. En septiembre de 2015, el BCE acogió a diez participantes en su décimo programa de graduados, y a 31 de diciembre de 2015 contaba con 273 becarios (un 76% más que en 2014). Asimismo, el BCE concedió cuatro becas de investigación en el marco del programa Wim Duisenberg Research Fellowship, al que pueden acceder economistas de prestigio, y cinco becas para jóvenes investigadores en el contexto de su programa Lamfalussy Fellowship.

En mayo de 2015 se realizó una encuesta entre todos los empleados del BCE con una tasa de participación del 90%. Como resultado de la encuesta se elaboraron planes de acción a escala de la institución y de las áreas de negocio. Las áreas más importantes del plan fueron las siguientes: «carrera profesional», «gestión del desempeño», «colaboración e intercambio de información», «recursos y carga de trabajo, trabajo bajo presión y estrés», y «apertura y equidad». El plan de acción para el BCE en su conjunto estaba estrechamente vinculado a una revisión de la operativa interna del BCE dirigida a optimizar los procesos, los procedimientos y las estructuras a fin de potenciar la fortaleza y la agilidad de la institución, y aspiraba a asegurar una cultura de trabajo sostenible.

⁷⁶ Además de los contratos para la cobertura de puestos de plantilla (equivalentes a jornada completa), esta cifra incluye los contratos de corta duración suscritos con empleados de los BCN y de organismos internacionales y los contratos firmados con los participantes en el programa de graduados.

El BCE continuó apoyando las necesidades de conciliación de la vida laboral y familiar de su personal. A finales de 2015, 257 empleados trabajaban a tiempo parcial (259 a finales de 2014) y 36 disfrutaban de excedencias por cuidado de hijo/a (29 a finales de 2014). En 2015, en torno a 846 empleados realizaba sus tareas en régimen de teletrabajo al menos una vez al mes, en promedio.

El desarrollo profesional siguió ocupando un lugar destacado en el plan de recursos humanos del BCE en 2015 con la puesta en marcha del programa de becas del MUS y con la continuación del desarrollo de programas de formación relacionados con el MUS y el compromiso de llevar a cabo un programa de *mentoring* de carácter inclusivo y permanente con el fin de apoyar el desarrollo profesional de empleados que hayan alcanzado el nivel máximo de su banda salarial y de ayudar a la institución a lograr sus objetivos de diversidad de género.

Tras alcanzar una proporción del 24% de los puestos de dirección y del 19% de los puestos de alta dirección ocupados por mujeres a finales de 2014, el BCE logró sus objetivos de género provisionales fijados para finales de 2015. Desde la introducción de objetivos de género (un 35% de mujeres en puestos de dirección y un 28% en puestos de alta dirección para finales de 2019) en junio de 2013 y de un plan de acción específico, este tema ha ocupado un lugar destacado en los objetivos del plan del BCE, cuyo objetivo es identificar, desarrollar y promover el talento femenino.

Figura 6
Porcentaje de mujeres en puestos de dirección



Fuente: BCE.

Aunque la organización creció ligeramente, a lo largo del año, 53 empleados con contratos indefinidos o de duración determinada renunciaron o se jubilaron en 2015 (el mismo número que en 2014) y finalizaron 217 contratos de corta duración.

Cuentas Anuales

2015

Informe de gestión correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2015	A 2
Estados financieros del BCE	A 18
Balance a 31 de diciembre de 2015	A 18
Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2015	A 20
Normativa contable	A 21
Notas al balance	A 30
Instrumentos fuera de balance	A 47
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	A 50
Informe del auditor externo	A 57
Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	A 59

Informe de gestión correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2015

1 Objeto del informe de gestión del BCE

Este informe de gestión es parte integral de la información financiera anual del BCE. En él se presenta información sobre la actividad del BCE, su marco operativo y el impacto de las operaciones del BCE en sus estados financieros.

También se presenta información sobre los procesos principales relacionados con la elaboración de los estados financieros del BCE. Dado que las actividades y operaciones del BCE se realizan en apoyo de sus objetivos de política monetaria, los resultados financieros del BCE deben considerarse conjuntamente con sus medidas de política monetaria. Por tanto, este informe también incluye información sobre los riesgos principales a que está expuesto el BCE y sobre cómo les afectan sus operaciones, así como sobre los recursos financieros disponibles y el impacto de las actividades clave del BCE en sus estados financieros.

2 Objetivos y funciones principales

El objetivo primordial del BCE es mantener la estabilidad de precios. Sus funciones principales, descritas en los Estatutos del SEBC, comprenden la ejecución de la política monetaria de la Unión Europea, la realización de operaciones de cambio de divisas, la gestión de las reservas oficiales de divisas de los países de la zona del euro y la promoción del buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Asimismo, el BCE es responsable del funcionamiento eficaz y coherente del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), con el objetivo de llevar a cabo una supervisión bancaria intrusiva y eficaz, que contribuya a la seguridad y solidez del sistema bancario y a la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea.

3 Procesos principales

El proceso de elaboración de las Cuentas Anuales del BCE está relacionado con una serie de actividades fundamentales.

3.1 Controles en las unidades organizativas

Dentro de la estructura de control interno del BCE, cada área de negocio es responsable de gestionar sus propios riesgos operacionales y de aplicar controles

para asegurar la eficacia y eficiencia de sus operaciones y la exactitud de la información que se incluirá en los estados financieros del BCE. La responsabilidad y la obligación de rendir cuentas en materia presupuestaria recaen principalmente en cada área de negocio.

3.2 Procesos presupuestarios

La División de Presupuestos, Control y Organización (BCO) de la Dirección General de Recursos Humanos, Presupuesto y Organización¹ elabora el marco de planificación estratégica de los recursos del BCE, y prepara y vigila su aplicación, así como el presupuesto operativo correspondiente. Estas tareas se llevan a cabo en cooperación con las áreas de negocio, aplicando el principio de separación², y el resultado se refleja en los programas de trabajo anuales de las divisiones. La BCO también realiza tareas de planificación y control de los recursos, análisis coste-beneficio y análisis de inversiones para el BCE y para los proyectos del SEBC. Todo gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado periódicamente por el Comité Ejecutivo³, con el asesoramiento de la BCO, y por el Consejo de Gobierno, asistido por el Comité de Presupuestos (BUCOM). De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno, el BUCOM asiste al Consejo de Gobierno realizando una evaluación de las propuestas de presupuesto anual del BCE y de las solicitudes de fondos presupuestarios adicionales del Comité Ejecutivo, antes de someterlas a la aprobación del Consejo de Gobierno.

3.3 Funciones de vigilancia de los riesgos financieros

La Dirección de Gestión de Riesgos se encarga de proponer normas y procedimientos que aseguren un adecuado nivel de protección frente a los riesgos financieros a) del Eurosistema, incluido el BCE, en la ejecución de las operaciones de política monetaria, y b) del BCE, en la gestión de sus reservas exteriores, tenencias de oro y carteras de inversión denominadas en euros. La Dirección de Gestión de Riesgos también evalúa y propone mejoras en los marcos operativos de las políticas monetaria y cambiaria del Eurosistema desde una perspectiva de gestión de riesgos. Asimismo, el Comité de Gestión de Riesgos (RMC), en el que participan expertos de los bancos centrales del Eurosistema, asiste a los órganos rectores para garantizar un grado apropiado de protección del Eurosistema. Para ello gestiona y controla los riesgos financieros que se derivan de las operaciones de mercado, en el contexto tanto de las operaciones de política monetaria del Eurosistema, como de la cartera de reservas exteriores del BCE. Con respecto a estas actividades, el RMC contribuye al seguimiento, la medición y la comunicación

¹ En 2016, la BCO pasará a formar parte de la recién creada Dirección General de Presupuesto y Finanzas.

² El principio de separación se refiere al requisito establecido en el Reglamento del MUS, por el cual el BCE lleva a cabo sus tareas de supervisión sin perjuicio, y con independencia, de sus demás funciones, incluidas las de política monetaria.

³ A partir de 2016, el recién nombrado Director General de Servicios también desempeñará un papel activo en el seguimiento de los presupuestos.

de los riesgos financieros del balance del Eurosistema, y a la definición y el análisis de las metodologías y marcos correspondientes.

3.4 Gestión de cartera

El BCE mantiene dos tipos de carteras de inversión: la cartera de inversión de reservas exteriores, denominada en dólares estadounidenses y yenes japoneses, y una cartera de inversión de recursos propios, denominada en euros. Asimismo, los fondos relacionados con los planes de pensiones del BCE se invierten en una cartera gestionada externamente. El BCE también mantiene valores denominados en euros adquiridos con fines de política monetaria en el contexto del programa para los mercados de valores (SMP), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el programa de compras de valores públicos (PSPP) y los tres programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP).

3.5 Elaboración de las cuentas financieras del BCE

El Comité Ejecutivo prepara las Cuentas Anuales del BCE de acuerdo con la normativa contable establecida por el Consejo de Gobierno⁴.

La División de Estados Financieros y Normativa Contable de la Dirección General de Administración⁵ se encarga de elaborar las Cuentas Anuales en colaboración con otras áreas de negocio y vela por que toda la documentación conexas se presente a su debido tiempo a los auditores externos y a los órganos rectores. Los procesos de información financiera y las Cuentas Anuales del BCE pueden estar sujetos a auditorías internas. 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. Los informes de la Dirección de Auditoría Interna, que pueden incluir recomendaciones de auditoría dirigidas a las áreas de negocio, se remiten al Comité Ejecutivo.

Asimismo, las Cuentas Anuales del BCE son auditadas por auditores externos independientes, recomendados por el Consejo de Gobierno y aprobados por el Consejo de la UE. Los auditores externos examinan los libros y la contabilidad del BCE y tienen pleno acceso a toda la información relativa a sus operaciones⁶. La responsabilidad de los auditores externos es expresar una opinión sobre si las Cuentas Anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del BCE y de los resultados de sus operaciones, de conformidad con la normativa contable establecida por el Consejo de Gobierno. A este respecto, los auditores externos evalúan la adecuación de los controles internos aplicados en la preparación y

⁴ Véase el apartado sobre normativa contable.

⁵ A partir de 2016, la División de Estados Financieros y Normativa Contable pasará a formar parte de la recién creada Dirección General de Presupuesto y Finanzas.

⁶ Para fortalecer la seguridad del público sobre la independencia de los auditores externos del BCE, se aplica el principio de rotación de las empresas de auditoría cada cinco años.

presentación de las Cuentas Anuales, así como la idoneidad de las normas contables utilizadas.

El Comité de Activos y Pasivos del BCE, formado por representantes de las funciones de operaciones de mercado, contabilidad, estados financieros, gestión de riesgos y presupuesto del BCE, supervisa y evalúa sistemáticamente todos los factores que pueden influir en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE. Examina las Cuentas Anuales y la documentación conexas antes de su presentación al Comité Ejecutivo para su aprobación.

Una vez que el Comité Ejecutivo ha autorizado su publicación, las Cuentas Anuales, junto con la opinión del auditor externo y toda la documentación pertinente, son remitidas al Comité de Auditoría para su examen antes de someterlas a la aprobación del Consejo de Gobierno. El Comité de Auditoría presta asistencia al Consejo de Gobierno en el ejercicio de sus responsabilidades relativas a la integridad de la información financiera y la vigilancia de los controles internos. En este contexto, el Comité de Auditoría evalúa las Cuentas Anuales del BCE y estudia si ofrecen una imagen fiel y se elaboraron con arreglo a las normas contables aprobadas. Además, analiza cualquier aspecto importante relacionado con la información contable o financiera que pudiera tener un impacto en los estados financieros del BCE.

Las Cuentas Anuales del BCE son aprobadas por el Consejo de Gobierno en febrero y publicadas inmediatamente después junto con el informe de gestión y el balance anual consolidado del Eurosistema.

4 Gestión de riesgos

La gestión de riesgos es un componente fundamental de las actividades del BCE y se realiza mediante un proceso continuado de identificación, valoración, mitigación y vigilancia de los riesgos. El cuadro que figura a continuación presenta los riesgos principales a que está expuesto el BCE, sus fuentes y las estrategias de gestión de riesgos que aplica.

Riesgos a que está expuesto el BCE

Riesgo	Componente	Tipo de riesgo	Fuente de riesgo	Marco de control de riesgos
Riesgos financieros	Riesgo de crédito	Riesgo de impago <i>Riesgo de incurrir en pérdidas financieras debido a un «evento de impago» originado por el incumplimiento por un deudor (entidad de contrapartida o emisor) de sus obligaciones financieras en el plazo establecido</i>	<ul style="list-style-type: none"> • tenencias de reservas exteriores • cartera de inversión denominada en euros • tenencias de valores mantenidos en relación con operaciones de política monetaria 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ criterios de admisibilidad ✓ diligencia debida ✓ límites de exposición ✓ aportación de garantías ✓ diversificación ✓ vigilancia de los riesgos financieros
		Riesgo de migración <i>Riesgo de incurrir en pérdidas financieras debido a una revisión del precio de los activos financieros tras un deterioro de su calidad o calificación crediticias</i>	<ul style="list-style-type: none"> • tenencias de reservas exteriores • cartera de inversión denominada en euros 	
	Riesgo de mercado	Riesgos de divisas y de materias primas <i>Riesgos de incurrir en pérdidas financieras en a) posiciones denominadas en moneda extranjera, debido a fluctuaciones de los tipos de cambio, y en b) carteras de materias primas, debido a fluctuaciones de sus precios de mercado</i>	<ul style="list-style-type: none"> • tenencias de reservas exteriores • tenencias de oro 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ diversificación de carteras entre distintas divisas y oro ✓ cuentas de revalorización de oro y moneda extranjera ✓ vigilancia de los riesgos financieros
		Riesgo de tipo de interés <i>Riesgo de incurrir en pérdidas financieras debido a a) un descenso del valor de los instrumentos financieros a precios de mercado, o b) un impacto negativo sobre los ingresos netos por intereses como resultado de variaciones adversas de los tipos de interés</i>	<ul style="list-style-type: none"> • tenencias de reservas exteriores • cartera de inversión denominada en euros • tenencias de valores mantenidos en relación con operaciones de política monetaria 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ políticas de asignación de activos ✓ cuentas de revalorización ✓ límites de riesgo de mercado ✓ vigilancia de los riesgos financieros
	Riesgo de liquidez	<i>Riesgo de incurrir en pérdidas financieras por la imposibilidad de liquidar un activo a su valor de mercado vigente en un marco temporal adecuado</i>	<ul style="list-style-type: none"> • tenencias de reservas exteriores 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ políticas de asignación de activos ✓ límites de liquidez ✓ vigilancia de los riesgos financieros
	Riesgos operacionales	<i>Riesgo de un impacto negativo en la situación financiera, la actividad o la reputación debido a acciones u omisiones de empleados, a normas o dotaciones deficientes de personal, al fallo o la aplicación inadecuada de procesos operativos o de gobernanza interna, al fallo de sistemas de los que dependan procesos, o a acontecimientos externos, como catástrofes naturales o ataques externos</i>	<ul style="list-style-type: none"> • empleados, dotación de personal, normas de personal • gobernanza interna y procesos operativos • sistemas • acontecimientos externos 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ identificación, evaluación, respuesta, comunicación y vigilancia de riesgos operacionales ✓ orientación sobre la política de tolerancia al riesgo ✓ matriz de riesgos ✓ marco de gestión de la continuidad operativa

4.1 Riesgos financieros

Los riesgos financieros se derivan de las actividades básicas del BCE y de las exposiciones que de ellas resultan. El BCE decide su asignación de activos y aplica marcos adecuados de gestión de riesgos y diligencia debida, teniendo en cuenta los objetivos y fines de las distintas carteras y las exposiciones financieras, así como las preferencias de riesgo de sus órganos rectores.

Los riesgos financieros pueden cuantificarse empleando diversas medidas. El BCE aplica técnicas de estimación de riesgos desarrolladas internamente, basadas en un marco conjunto de simulación del riesgo de mercado y de crédito. Los conceptos, técnicas y supuestos básicos de modelización en que se basan las medidas de riesgo siguen los estándares del mercado. Para obtener un conocimiento integral de los posibles eventos de riesgo que podrían observarse con diferentes frecuencias y distintos niveles de gravedad, el BCE emplea dos tipos de medidas estadísticas: el valor en riesgo (VaR) y el valor en riesgo condicional⁷, calculados para una gama de niveles de confianza. También se utilizan análisis de sensibilidad y de escenarios de tensión para comprender mejor y complementar las estimaciones estadísticas del riesgo.

Los riesgos financieros, medidos por el VaR con un nivel de confianza del 95 % para un horizonte de un año (VaR95 %), a que el BCE estaba expuesto a 31 de diciembre de 2015 en razón de sus activos financieros ascendían a un total de 10 mm de euros, cifra 1,4 mm de euros superior a los riesgos agregados estimados a 31 de diciembre de 2014. Este incremento se debe principalmente al aumento del valor de mercado de los activos exteriores de reserva del BCE y, en consecuencia, de su exposición al riesgo cambiario, tras la apreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro en 2015.

4.1.1 Riesgo de crédito

Los controles de riesgos y los límites que el BCE utiliza para determinar su exposición al riesgo de crédito varían en función del tipo de operación, de acuerdo con la política o los objetivos de inversión de las distintas carteras y con las características de riesgo de los activos subyacentes.

El riesgo de crédito derivado de las tenencias de reservas exteriores del BCE es mínimo debido a que se invierten principalmente en activos de elevada calidad crediticia.

Las tenencias de oro del BCE no están sujetas a riesgo de crédito ya que el oro no se presta a terceros.

La finalidad de la cartera de inversión denominada en euros es proporcionar ingresos al BCE para ayudar a cubrir sus gastos operativos, manteniendo el capital invertido. Las consideraciones de rentabilidad tienen, por tanto, un peso relativamente mayor en la asignación de activos y en el sistema de control de riesgos de estas tenencias que en el caso de las reservas exteriores del BCE. Pese

⁷ El valor en riesgo (VaR) se define como el umbral máximo de pérdidas potenciales para una cartera de activos financieros, que, conforme a un modelo estadístico, no se superará con una probabilidad dada (nivel de confianza) durante un horizonte de riesgo determinado. El valor en riesgo condicional es una medida de riesgo coherente y más conservadora que el VaR para un mismo horizonte y nivel de confianza, dado que mide las pérdidas medias ponderadas por la probabilidad en los escenarios más pesimistas que superan el umbral del VaR. Las pérdidas se definen en este contexto como la diferencia entre el valor neto de las carteras del BCE declarado en el balance al inicio del horizonte analizado y los valores simulados al final del mismo.

a ello, el riesgo de crédito en relación con estas tenencias se mantiene en niveles moderados.

El riesgo de crédito de los valores mantenidos con fines de política monetaria está dentro de los niveles de tolerancia del BCE como resultado de las técnicas de gestión de riesgos aplicadas. El riesgo de migración asociado a los valores adquiridos con fines de política monetaria no afecta directamente a las cuentas financieras del BCE ya que se valoran a coste amortizado sujeto a deterioro, por lo que no se revalorizan a precios de mercado. No obstante, pueden estar sujetos a riesgo de impago y un deterioro de su calidad crediticia puede afectar a las cuentas financieras del BCE tras el proceso periódico de análisis y reconocimiento del deterioro.

4.1.2 Riesgo de mercado

Los principales tipos de riesgo de mercado a que está sujeto el BCE al gestionar sus carteras son los de tipo de cambio y de materias primas (precio del oro). El BCE también está expuesto al riesgo de tipo de interés.

Riesgos de tipo de cambio y de materias primas

Los riesgos de tipo de cambio y de materias primas son los más importantes en el perfil de riesgo financiero del BCE. Esto se debe al volumen de sus reservas exteriores (principalmente dólares estadounidenses) y tenencias de oro, así como a la elevada volatilidad de los tipos de cambio y los precios del oro.

Dado el papel del oro y de las reservas exteriores en sus políticas, el BCE no trata de eliminar los riesgos de tipo de cambio y de materias primas. Estos riesgos se mitigan mediante la diversificación de las tenencias entre distintas divisas y oro.

Conforme a las reglas del Eurosistema, las cuentas de revalorización del oro y del dólar, que ascendían respectivamente a 11,9 mm de euros (12,1 mm en 2014) y 10,6 mm de euros (6,2 mm en 2014) a 31 de diciembre de 2015, podrán utilizarse para absorber el impacto de futuros movimientos desfavorables del precio del oro y del tipo de cambio del dólar estadounidense, lo que mitigará o incluso impedirá cualquier efecto en la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE.

Riesgo de tipo de interés

Las reservas exteriores y las carteras de inversión denominadas en euros del BCE se invierten principalmente en valores de renta fija que se revalorizan a precios de mercado, por lo que están expuestas al riesgo de mercado derivado de las fluctuaciones del tipo de interés. Este riesgo de tipo de interés derivado de la valoración a precios de mercado se gestiona mediante políticas de asignación de activos y límites al riesgo de mercado que garantizan que el riesgo de mercado se

mantenga contenido en niveles que reflejen las preferencias de riesgo-rentabilidad del BCE para las distintas carteras. Expresadas en términos de la duración modificada⁸ de las carteras de renta fija, las distintas preferencias de riesgo-rentabilidad se traducen en una duración modificada más larga para la cartera de inversión denominada en euros que para la cartera de reservas exteriores.

El riesgo de tipo de interés derivado de la valoración a precios de mercado al que está expuesto el BCE siguió siendo limitado en 2015.

Los valores adquiridos en el marco de los programas de compras de activos (los tres CBPP, el SMP, el ABSPP y el PSPP) se valoran a coste amortizado sujeto a deterioro, por lo que no se revalorizan a precios de mercado. Por tanto, las tenencias de estos valores no están expuestas al riesgo de tipo de interés derivado de la valoración a precios de mercado. Sin embargo, este desajuste entre la sensibilidad al tipo de interés de los ingresos generados por estos valores y la sensibilidad de los gastos asociados a los pasivos correspondientes da lugar a un riesgo de tipo de interés que podría afectar negativamente a los ingresos netos por intereses del BCE. Para gestionar este tipo de riesgo, que también es mitigado por la existencia de pasivos sin remunerar y por la estructura general de activo y pasivo del balance del BCE, se utilizan políticas de asignación de activos, incluidas políticas y procedimientos que aseguran que las compras se efectúen a precios adecuados. El riesgo de tipo de interés derivado de los valores adquiridos con fines de política monetaria aumentó a lo largo de 2015, debido principalmente a las compras en el marco del PSPP. Sin embargo, se espera que los ingresos netos por intereses sean en general positivos en los próximos años, incluso en el caso improbable de que llegaran a materializarse escenarios de riesgo de tipo de interés extremadamente adversos.

4.1.3 Riesgo de liquidez

Dado el papel del euro como importante divisa de reserva, la función del BCE como banco central y su estructura de activo y pasivo, la principal exposición del BCE al riesgo de liquidez se deriva de sus reservas exteriores, pues las intervenciones en divisas pueden requerir la liquidación de grandes posiciones de estas tenencias en plazos cortos. Este riesgo se gestiona mediante una asignación de activos y unos límites que garantizan que una parte suficientemente grande de las carteras se invierta en activos que puedan liquidarse rápidamente sin un impacto significativo en el precio.

El perfil de riesgo de liquidez de las carteras del BCE se mantuvo prácticamente sin cambios en 2015.

⁸ La duración modificada es una medida de la sensibilidad del valor de las carteras a desplazamientos en paralelo de las curvas de rendimiento.

4.2 Riesgo operacional

Los principales objetivos del marco de gestión del riesgo operacional del BCE son a) contribuir a garantizar que el BCE cumpla su misión y objetivos, y b) proteger su reputación y otros activos frente a la pérdida, el uso indebido o el deterioro.

Dentro de este marco, cada área de negocio realiza tareas de identificación, evaluación, respuesta, comunicación y vigilancia de sus riesgos operacionales y controles. Las áreas de negocio con funciones transversales llevan a cabo controles específicos del conjunto del banco. En este contexto, la política de tolerancia al riesgo del BCE sirve de guía para las estrategias de respuesta al riesgo y los procedimientos de aceptación del riesgo. Dicha política está vinculada a una matriz de riesgos basada en la clasificación del impacto y la probabilidad elaborada por el BCE (aplicando criterios cuantitativos y cualitativos).

La función de gestión del riesgo operacional y de la continuidad operativa se encarga del mantenimiento de los marcos de gestión del riesgo operacional y de la continuidad operativa y presta asistencia metodológica en esos ámbitos a los responsables de control y riesgos. Asimismo, presenta informes anuales y específicos sobre riesgos operacionales al Comité de Riesgos Operacionales y al Comité Ejecutivo, y apoya a los órganos rectores en su labor de vigilancia de la gestión de los riesgos operacionales y controles del BCE. También coordina y aplica el programa de gestión de la continuidad operativa, realiza pruebas periódicas y verificaciones de los planes de continuidad operativa de los procesos del BCE en los que el tiempo es un factor crítico, y asiste al grupo de gestión de crisis, a sus estructuras de apoyo, así como a sus áreas de negocio en caso de interrupción grave de la actividad.

5 Recursos financieros

Capital

Como consecuencia de la adopción de la moneda única por Lituania el 1 de enero de 2015, el Lietuvos bankas desembolsó un importe de 43 millones de euros en esa fecha. Como resultado, el capital desembolsado del BCE ascendía a 7.740 millones de euros a 31 de diciembre de 2015. Puede consultarse información detallada sobre el capital del BCE en la nota 15.1, «Capital», de las Cuentas Anuales.

Provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro

Teniendo en cuenta su considerable exposición a los riesgos financieros descritos en el apartado 4, el BCE mantiene una provisión frente a los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. El volumen de esta provisión y la necesidad de mantenerla se revisan anualmente teniendo en cuenta

una serie de factores, 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 de riesgos que incluye el cálculo del valor en riesgo (VaR) de los activos con riesgo, que se realiza de manera coherente a lo largo del tiempo. Esta provisión por riesgos, junto con otros importes mantenidos en el fondo de reserva general del BCE, no excederá el importe del capital desembolsado por los BCN de la zona del euro.

A 31 de diciembre de 2014, la provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro ascendía a 7.575 millones de euros. El Lietuvos bankas aportó 45 millones de euros con efectos a partir del 1 de enero de 2015, lo que aumentó el volumen de la provisión hasta los 7.620 millones de euros, cifra comparable al importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2015.

Cuentas de revalorización

Las ganancias no realizadas en oro, moneda extranjera y valores sujetos a revalorización no se reconocen como ingresos en la cuenta de pérdidas y ganancias, pero se reconocen directamente en cuentas de revalorización que figuran en el lado del pasivo del balance del BCE. Estos saldos pueden utilizarse para absorber el impacto de futuros movimientos desfavorables de los precios o de los tipos de cambio y, por tanto, constituyen un colchón financiero que fortalece la capacidad de resistencia del BCE frente a los riesgos subyacentes.

El importe total de las cuentas de revalorización del oro, la moneda extranjera y los valores a final de diciembre de 2015 ascendía a 25,0 mm de euros⁹ (20,2 mm en 2014). Puede consultarse más información en el apartado sobre normativa contable y en la nota 14, «Cuentas de revalorización», de las notas al balance.

En el gráfico 1 se presenta la evolución de los mencionados recursos financieros del BCE y de los principales tipos de cambio y del precio del oro¹⁰ en el período 2008-2015. Durante este período a) el capital desembolsado del BCE casi se duplicó, principalmente como resultado de la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en 2010 de incrementar el capital suscrito, b) la provisión por riesgos aumentó en un importe equivalente al capital desembolsado de los BCN de la zona del euro, y c) las cuentas de revalorización mostraron un notable grado de volatilidad, debido principalmente a fluctuaciones de los tipos de cambio y del precio del oro.

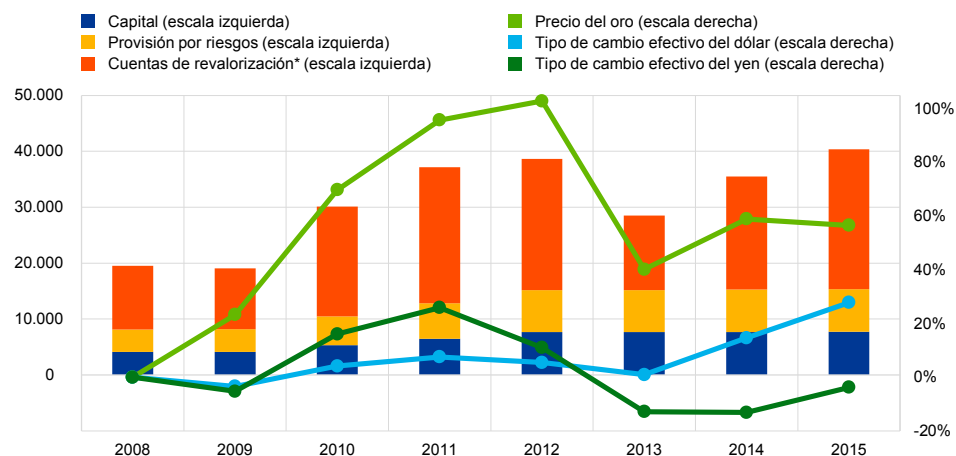
⁹ Además, la partida del balance, «Cuentas de revalorización», incluye las revalorizaciones relativas a las prestaciones post-empleo.

¹⁰ La evolución de los principales tipos de cambio y del precio del oro se presenta como variación porcentual frente a los tipos de cambio y el precio del euro a fin de 2008.

Gráfico 1

Recursos financieros del BCE, principales tipos de cambio y precio del oro en el período 2008-2015

(millones de euros; variaciones porcentuales en comparación con 2008)



* incluye el total de ganancias por revalorización del oro, la moneda extranjera y los valores
Fuente: BCE

6 Impacto de las actividades principales en los estados financieros

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de las principales operaciones y funciones que realiza el BCE en cumplimiento de su mandato, y su impacto en los estados financieros del BCE.

Operación/función	Impacto en las Cuentas Anuales del BCE
Operaciones de política monetaria	Los BCN del Eurosistema realizan operaciones de política monetaria convencionales de manera descentralizada, por lo que no tienen un impacto directo en las Cuentas Anuales del BCE.
Valores mantenidos con fines de política monetaria (CBPP, SMP, ABSPP y PSPP)	Los valores adquiridos por el BCE se registran en la partida «Valores mantenidos con fines de política monetaria». Las tenencias en esas carteras se contabilizan por su coste amortizado y se someten a una prueba de deterioro al menos una vez al año. Los cupones devengados y la amortización de descuentos y primas se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias ¹¹ .
Actividades de inversión (gestión de reservas exteriores y recursos propios)	Las reservas exteriores del BCE se presentan en el balance ¹² o en cuentas fuera de balance hasta la fecha de liquidación. La cartera de recursos propios del BCE se presenta en el balance, fundamentalmente en la partida «Otros activos financieros». Los ingresos netos por intereses, incluidos los cupones devengados y la amortización de descuentos y primas, se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias ¹³ . Las pérdidas no realizadas por precios y tipo de cambio que excedan de las ganancias no realizadas anteriormente registradas, y las ganancias y pérdidas realizadas por ventas de valores, también se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias ¹⁴ , mientras que las ganancias no realizadas se registran en la partida «Cuentas de revalorización» del balance.
Sistemas de pago (TARGET2)	Los saldos intra-Eurosistema de los BCN de la zona del euro con el BCE procedentes de operaciones en TARGET2 se recogen en el balance del BCE como activo o pasivo por su posición neta. La remuneración de estos saldos se incluye en la cuenta de pérdidas y ganancias en las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses».
Billetes en circulación	Al BCE se le ha asignado una cuota del 8 % del valor total de los billetes en euros en circulación. Esta cuota tiene como contrapartida activos frente a los BCN, que devengan intereses al tipo de las operaciones principales de financiación. Estos intereses se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias en la partida «Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema». Los gastos derivados del transporte transfronterizo de billetes en euros entre las fábricas de billetes y los BCN, para el suministro de billetes nuevos, y entre BCN, para la compensación de situaciones de escasez de billetes con excedentes de reservas, son asumidos de forma centralizada por el BCE. Estos gastos se presentan en la cuenta de pérdidas y ganancias en la partida «Gastos de producción de billetes».
Supervisión bancaria	Los costes anuales del BCE en relación con sus tareas de supervisión se recuperan a través de las tasas anuales de supervisión impuestas a las entidades supervisadas. Las tasas de supervisión se registran en la partida «Ingresos netos por honorarios y comisiones» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

¹¹ En las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses».

¹² Principalmente en las partidas «Oro y derechos en oro», «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» y «Pasivos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro».

¹³ Los ingresos relacionados con las reservas exteriores del BCE se presentan en la partida «Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva», mientras que los ingresos y gastos por intereses en la cartera de recursos propios se reflejan en «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses».

¹⁴ En las partidas «Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras» y «Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras» respectivamente.

Resultados financieros de 2015

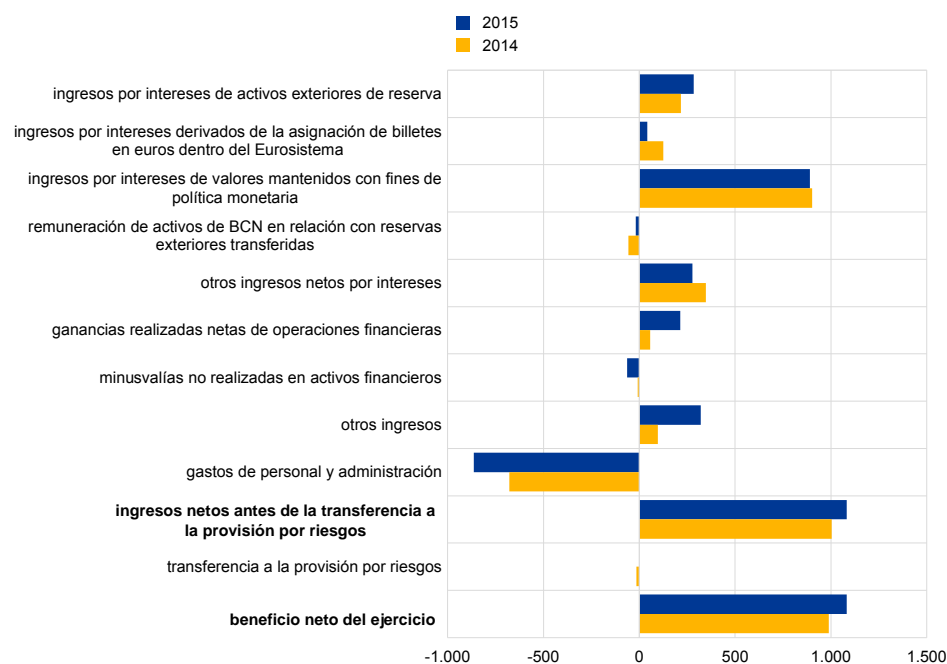
En 2015, el beneficio neto del BCE fue de 1.082 millones de euros (989 millones en 2014).

En el gráfico 2 se presentan los componentes de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en 2015 y una comparación con 2014.

Gráfico 2

Desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en 2015 y 2014

(millones de euros)



Fuente: BCE

Aspectos destacados

- Los ingresos netos por intereses se redujeron a 1.475 millones de euros en 2015 (1.536 millones en 2014). El descenso de los ingresos por intereses generados por la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación debido a la rebaja del tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación en 2015, así como la disminución de los ingresos por intereses en la cartera de fondos propios, contribuyeron a esta reducción. Los efectos de estos factores se vieron compensados solo parcialmente por a) el aumento de los ingresos por intereses procedentes de los activos exteriores de reserva, como resultado tanto de la apreciación del dólar estadounidense frente al euro, como de los mayores ingresos por intereses en la cartera de valores denominados en dólares, y por b) el descenso de los gastos por intereses derivados de los activos exteriores de reserva transferidos por los BCN de la zona del euro al BCE.

- Los ingresos por intereses generados por los valores adquiridos con fines de política monetaria se redujeron marginalmente a 890 millones de euros en 2015 (903 millones en 2014). La reducción de los ingresos por intereses como consecuencia del vencimiento de los valores adquiridos en el marco del SMP y de los programas primero y segundo de adquisiciones de bonos garantizados fue compensada casi totalmente por los ingresos por intereses generados por el programa ampliado de compras de activos¹⁵.
- Las minusvalías no realizadas en activos financieros aumentaron en 56 millones de euros, hasta situarse en 64 millones de euros en 2015, debido principalmente al descenso general del precio de mercado de los valores mantenidos en la cartera en dólares estadounidenses.
- El total de gastos de administración del BCE, incluida la amortización, se situó en 864 millones de euros en 2015 (677 millones en 2014). Este incremento obedece principalmente al inicio de la amortización del edificio principal del BCE y al aumento de los costes incurridos en relación con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Sin embargo, mientras que en 2014 el BCE recuperó los costes relacionados con el MUS correspondientes a los meses de noviembre y diciembre mediante tasas cobradas a las entidades supervisadas, en 2015 recuperó los costes íntegros del año mediante dichas tasas. Como resultado, los otros ingresos experimentaron un aumento en 2015, hasta situarse en 320 millones de euros (96 millones en 2014).

¹⁵ El programa ampliado de compras de activos (APP) se compone de los programas CBPP3, ABSPP y PSPP. Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

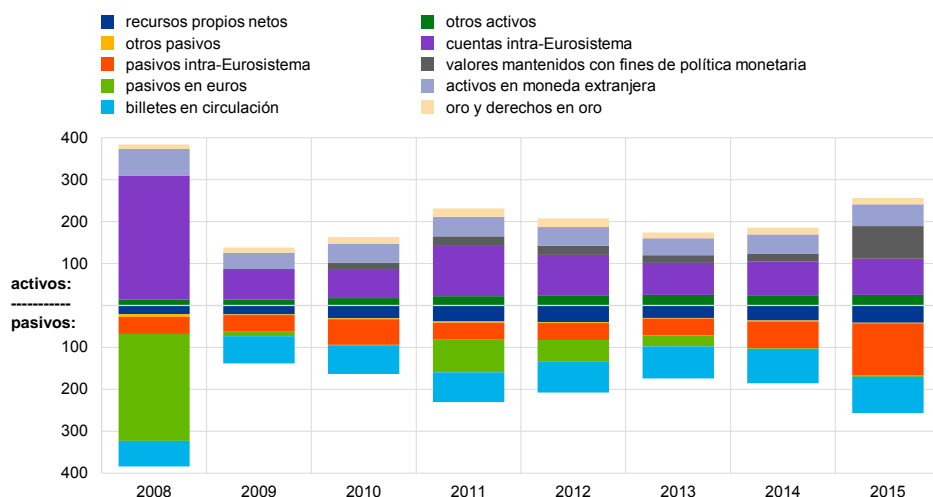
8 Evolución a largo plazo de los estados financieros del BCE

En los gráficos 3 y 4 se presenta la evolución del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE, y sus componentes, en el período 2008-2015.

Gráfico 3

Evolución del balance del BCE en el período 2008-2015¹⁶

(mm de euros)

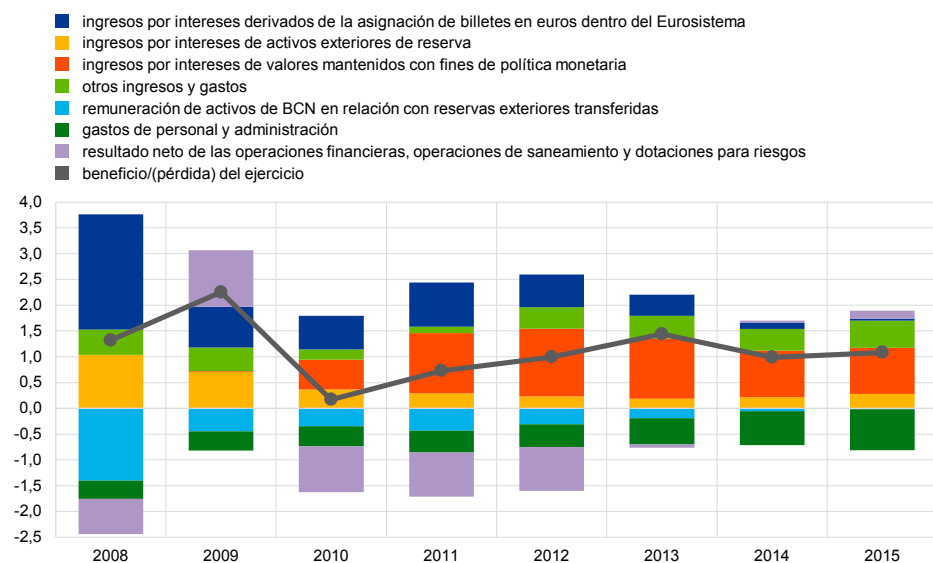


Fuente: BCE

Gráfico 4

Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en el período 2008-2015

(mm de euros)



Fuente: BCE

¹⁶ Valores a fin de ejercicio

La contracción del balance del BCE en comparación con 2008 se ha debido principalmente a la mejora de las condiciones de financiación en dólares estadounidenses de las entidades de contrapartida del Eurosistema y a la consiguiente reducción gradual de las operaciones de inyección de liquidez en esa moneda ofrecidas por el Eurosistema. Esto se reflejó en la disminución de los activos intra-Eurosistema del BCE y de sus pasivos denominados en euros. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2014, el balance del BCE comenzó a ampliarse con la adquisición de bonos garantizados y bonos de titulización de activos en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el ABSPP. La expansión del balance continuó en 2015, con la compra de valores emitidos por Administraciones Centrales de la zona del euro tras el inicio del PSPP. Las compras de valores en el marco de estos programas se liquidaron a través de cuentas de TARGET2 y dieron lugar al correspondiente aumento de los pasivos intra-Eurosistema del BCE.

El beneficio neto del BCE en este período se vio afectado por los siguientes factores:

- La rebaja del tipo de interés de las operaciones principales de financiación que redujo significativamente los ingresos por señoreaje. El tipo de interés medio en 2015 fue del 0,05 %, frente al 4 % en 2008 y, como resultado, los ingresos por intereses generados por los billetes en circulación cayeron desde 2,2 mm de euros en 2008, hasta 0,04 mm de euros en 2015.
- Las transferencias realizadas a la provisión general por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, particularmente en el período 2010-2012. En ese período, se transfirió un importe acumulado de 3,5 mm de euros a la provisión por riesgos, lo que redujo los beneficios declarados en un importe equivalente.
- La disminución gradual de los ingresos procedentes de los activos exteriores de reserva, desde 1,0 mm de euros en 2008 hasta 0,2 mm de euros en 2013, debido fundamentalmente a la menor rentabilidad de los dólares estadounidenses y al consiguiente descenso de los ingresos por intereses en la cartera en dólares estadounidenses. Sin embargo, en los dos últimos años se ha invertido esta tendencia y en 2015 estos ingresos ascendieron a 0,3 mm de euros.
- Las tenencias de valores adquiridos en el marco de los programas de compras de activos han generado, en promedio, un 54 % del total de ingresos netos por intereses del BCE en los últimos seis años.
- El establecimiento y la actividad del MUS en los dos últimos años han contribuido a un aumento significativo de los gastos de personal y administración. Sin embargo, los costes relacionados con el MUS se recuperan desde noviembre de 2014 a través de las tasas cobradas a las entidades supervisadas.

Estados financieros del BCE

Balance a 31 de diciembre de 2015

ACTIVO	Nota número	2015 €	2014 €
Oro y derechos en oro	1	15.794.976.324	15.980.317.601
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI	2.1	714.825.534	669.336.060
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	2.2	49.030.207.257	43.730.904.005
		49.745.032.791	44.400.240.065
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2.2	1.862.714.832	1.783.727.949
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3	52.711.983	2.120.620
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	4		
Valores mantenidos con fines de política monetaria	4.1	77.808.651.858	17.787.948.367
Cuentas intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema	5.1	86.674.472.505	81.322.848.550
Otros activos	6		
Inmovilizado material e inmaterial	6.1	1.263.646.830	1.249.596.659
Otros activos financieros	6.2	20.423.917.583	20.626.359.858
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	6.3	518.960.866	319.624.726
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	6.4	1.320.068.350	725.224.031
Diversos	6.5	1.180.224.603	1.092.627.246
		24.706.818.232	24.013.432.520
Total activo		256.645.378.525	185.290.635.672

PASIVO	Nota número	2015 €	2014 €
Billetes en circulación	7	86.674.472.505	81.322.848.550
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	8		
Otros pasivos	8.1	1.026.000.000	1.020.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	9	2.330.804.192	900.216.447
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	10		
Depósitos y otros pasivos	10.1	0	458.168.063
Pasivos intra-Eurosistema	11		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera	11.1	40.792.608.418	40.553.154.708
Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	11.2	83.083.520.309	23.579.372.965
		123.876.128.727	64.132.527.673
Otros pasivos	12		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	12.1	392.788.148	178.633.615
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	12.2	95.543.989	96.191.651
Diversos	12.3	891.555.907	869.549.503
		1379.888.044	1.144.374.769
Provisiones	13	7.703.394.185	7.688.997.634
Cuentas de revalorización	14	24.832.823.174	19.937.644.696
Capital y reservas	15		
Capital	15.1	7.740.076.935	7.697.025.340
Beneficio del ejercicio		1.081.790.763	988.832.500
Total pasivo		256.645.378.525	185.290.635.672

Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio que finalizó el 31 de diciembre de 2015

	Nota número	2015 €	2014 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva	22.1	283.205.941	217.003.159
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	22.2	41.991.105	125.806.228
Otros ingresos por intereses	22.4	2.168.804.955	2.512.243.088
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>2.494.002.001</i>	<i>2.855.052.475</i>
Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas	22.3	(17.576.514)	(57.015.146)
Otros gastos por intereses	22.4	(1.001.272.846)	(1.262.336.836)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(1.018.849.360)</i>	<i>(1.319.351.982)</i>
Ingresos netos por intereses	22	1.475.152.641	1.535.700.493
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	23	214.433.730	57.260.415
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	24	(64.053.217)	(7.863.293)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro		0	(15.009.843)
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		150.380.513	34.387.279
Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones	25, 26	268.332.261	28.158.654
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	27	908.109	780.935
Otros ingresos	28	51.023.378	67.253.502
Total ingresos netos		1.945.796.902	1.666.280.863
Gastos de personal	29	(440.844.142)	(301.142.390)
Gastos de administración	30	(351.014.617)	(353.579.537)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(64.017.361)	(15.312.728)
Gastos de producción de billetes	31	(8.130.019)	(7.413.708)
Beneficio del ejercicio		1.081.790.763	988.832.500

Fráncfort del Meno, 9 de febrero de 2016

Banco Central Europeo

Mario Draghi
Presidente

Normativa contable¹⁷

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 continuación¹⁸, y que el Consejo de Gobierno del BCE considera adecuados a la naturaleza de un banco central.

Principios contables

Se han aplicado los siguientes principios contables: realidad económica y transparencia, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre del balance, importancia relativa, empresa en funcionamiento, devengo, consistencia y comparabilidad.

Reconocimiento de activos y pasivos

Los activos o pasivos solo se reflejan en el balance cuando sea probable que se produzca un resultado económico futuro derivado de los mismos para o por el BCE, 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 mantenidos con fines de política monetaria), del oro y del resto de activos, pasivos y posiciones 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 las operaciones al contado con valores, las operaciones con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se registran en la

¹⁷ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la Decisión BCE/2010/21, de 11 de noviembre de 2010, DO L 35 de 9.02.2011, p. 1., modificada por última vez por la Decisión BCE/2015/26, DO L 193 de 21.07.2015, p. 134).

¹⁸ Esta normativa es coherente con lo dispuesto en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, que requiere un tratamiento armonizado de los procedimientos contables y de información financiera relativos a las operaciones del Eurosistema.

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 vigente en la fecha del balance. Los ingresos y gastos se convierten al tipo de cambio vigente en la fecha en que se registran. La revaluación de los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, incluyendo tanto las partidas del balance como las posiciones registradas en partidas fuera del balance, se realiza divisa a divisa.

La revaluación derivada de la variación del precio de mercado de los activos y pasivos en moneda extranjera se calcula y registra de forma separada 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 se deriva del cambio del euro frente al dólar estadounidense vigente a 31 de diciembre de 2015.

Los derechos especiales de giro (DEG) se definen en términos de una cesta de divisas. Para revaluar las tenencias de DEG del BCE, el valor de estos derechos se calculó como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina y yen) frente al euro a 31 de diciembre de 2015.

Valores

Valores mantenidos con fines de política monetaria

Los valores mantenidos con fines de política monetaria se contabilizarán a coste amortizado, minorado por las pérdidas por deterioro.

Otros valores

Los valores negociables (distintos de los mantenidos con fines de política monetaria) 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. Las opciones implícitas en los valores no se separan a efectos de valoración. Para el ejercicio financiero finalizado el 31 de diciembre de 2015, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2015. 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 producen¹⁹. Las pérdidas y las ganancias realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, sino que se traspasan directamente a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias si al final del ejercicio superan las ganancias por revalorización previas registradas en la correspondiente cuenta de revalorización. Tales 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 no realizadas en operaciones de *swap* de tipos de interés imputadas a la cuenta de pérdidas y ganancias al final del ejercicio se amortizan en los años posteriores.

Las pérdidas por deterioro se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias y no revierten en ejercicios posteriores a menos que el deterioro se reduzca y que la reducción esté relacionada con un acontecimiento observable que se produzca una vez registrado el deterioro.

Las primas o descuentos de las tenencias de valores 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

¹⁹ A las cuentas de periodificación y a las provisiones administrativas se aplica un límite mínimo de 100.000 euros.

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. Los valores cedidos según 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 de valores en el activo del balance, pero no se incluyen entre las tenencias de valores del BCE.

Las operaciones temporales (incluidas las operaciones de préstamo de valores) realizadas de acuerdo con un programa de préstamos automáticos de valores solo se registran en el balance cuando la garantía consiste en el depósito de efectivo en una cuenta del BCE. En 2015, el BCE no recibió ninguna garantía en forma de efectivo en relación con tales operaciones.

Posiciones registradas fuera del balance

La posición a plazo en moneda extranjera, es decir, las operaciones a plazo en divisas, la parte a plazo de las operaciones de *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 y de *swaps* de tipos de interés compensadas a través de una contrapartida central quedan registradas en la cuenta de pérdidas y ganancias. El BCE realiza la valoración de operaciones a plazo con valores y de *swaps* de tipos de interés que no se compensan a través de una contrapartida central 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 que el Comité Ejecutivo autoriza la presentación de las cuentas anuales del BCE al Consejo de Gobierno para su aprobación, si tales acontecimientos afectan de manera relevante a la situación de los activos y pasivos a la fecha del balance.

Los acontecimientos importantes posteriores al cierre del balance que no afectan a la situación de los activos y pasivos en la fecha del balance se presentan en las notas.

Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema

Los saldos intra-SEBC resultan principalmente de pagos transfronterizos realizados en la UE que se liquidan en euros en dinero del banco central. Estas operaciones son iniciadas en su mayoría por entidades privadas (es decir, entidades de crédito, empresas e individuos). Se liquidan principalmente a través de TARGET2 —sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real— y dan lugar a saldos bilaterales en las cuentas de cada uno de los bancos centrales de la UE conectados a TARGET2. Estos saldos bilaterales se compensan y después se asignan diariamente al BCE, manteniendo cada BCN un único saldo neto frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada BCN frente al resto del SEBC. Los saldos intra-Eurosistema de los BCN de la zona del euro con el BCE procedentes de operaciones TARGET2, así como otros saldos intra-Eurosistema denominados en euros (por ejemplo, la distribución provisional de beneficios a los BCN), se presentan en el balance del BCE por su posición neta y figuran en «Otros activos intra-Eurosistema (neto)» u «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)». Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro con el BCE, derivados de su participación en TARGET2²⁰, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

Los saldos intra-Eurosistema derivados de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE por los BCN que se incorporan al Eurosistema están denominados en euros y figuran en el apartado «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera».

Tratamiento de los activos fijos

Los activos fijos, incluidos los activos inmateriales, excepto terrenos y obras de arte, se valoran al precio de adquisición menos su amortización. Los terrenos y las obras de arte se valoran por su precio de adquisición. Con respecto a la amortización del edificio principal del BCE, los costes se asignan a los componentes oportunos y se amortizan de acuerdo con las estimaciones de vida útil de los activos. La amortización se calcula de forma lineal en el período de vida útil esperada de los activos, comenzando en el trimestre posterior al que el activo está disponible para su uso. La vida útil aplicada a las principales clases de activos es la siguiente:

²⁰ A 31 de diciembre de 2015, los BCN no pertenecientes a la zona del euro que participaban en TARGET2 eran los siguientes: Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria), Danmarks Nationalbank, Narodowy Bank Polski y Banca Națională a României.

Edificios	20, 25 o 50 años
Instalaciones	10 o 15 años
Equipo técnico	4, 10 o 15 años
Equipos informáticos, aplicaciones informáticas y vehículos a motor	4 años
Mobiliario	10 años

La duración del período de amortización para gastos de renovación activados relacionados con las oficinas en alquiler que el BCE ocupa actualmente se ha ajustado a fin de tener en cuenta cualquier acontecimiento que pueda influir en el período de vida útil esperado del activo afectado.

Los activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros no se capitalizan en el año de adquisición.

Los activos fijos que cumplen los criterios de capitalización pero que están todavía en construcción o desarrollo se recogen en la rúbrica «Inmovilizado en curso». Los costes relacionados se transferirán a las rúbricas de activos fijos correspondientes una vez puedan utilizarse dichos activos.

Planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE

El BCE mantiene sistemas de prestación definida para su personal, para los miembros del Comité Ejecutivo y para los miembros del Consejo de Supervisión empleados por el BCE.

El plan de pensiones del personal se financia mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo. Las contribuciones obligatorias del BCE y de los miembros del personal son, respectivamente, el 19,5 % y el 6,7 % del salario base y se reflejan en el pilar de prestación definida del plan. Los miembros del personal pueden realizar aportaciones adicionales voluntarias a un sistema de aportación definida con el fin de mejorar la prestación²¹. Estos beneficios adicionales se determinan por el importe de las aportaciones voluntarias junto con los rendimientos de la inversión procedentes de esas aportaciones.

Para los miembros del Comité Ejecutivo y los miembros del Comité de Supervisión empleados por el BCE existen prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo no financiadas a través de un fondo. Para el personal existen prestaciones post-empleo distintas de las pensiones, y otras prestaciones a largo plazo, no financiadas a través de un fondo.

²¹ Cada empleado puede hacer uso de los fondos acumulados mediante las aportaciones voluntarias para adquirir una pensión suplementaria, que se incluiría en las obligaciones por prestación definida a partir de ese momento.

Obligación neta por prestación definida

El pasivo reflejado en el balance en la rúbrica «Otros pasivos» con respecto a los planes de prestación definida es 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.

La obligación por prestación definida es calculada con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de la obligación por prestación definida se calcula descontando los flujos de caja futuros estimados, utilizando un tipo de interés que se determina con referencia a los rendimientos de mercado a fecha de balance de valores de renta fija privada de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo de las obligaciones por pensiones de que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente) y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

Coste neto de la prestación definida

El coste neto de la prestación definida se contabiliza en la cuenta de pérdidas y ganancias y en la rúbrica «Cuentas de revalorización» del balance, que recoge las nuevas mediciones relativas a las prestaciones post-empleo.

El importe neto registrado en la cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- a) el coste actual de servicio de las prestaciones originado en el ejercicio;
- b) el interés neto al tipo de descuento de la obligación neta por prestación definida;
- c) nuevas mediciones respecto de las demás prestaciones a largo plazo en su integridad.

El importe neto de la partida «Cuentas de revalorización» incluye los siguientes elementos:

- a) ganancias y pérdidas actuariales respecto de la obligación por prestación definida;
- b) los rendimientos obtenidos por los activos del plan, excluyendo los importes incluidos en el interés neto de la obligación neta por prestación definida;
- c) las modificaciones en el efecto del techo del activo, excluyendo los importes incluidos en el interés neto de la obligación neta por prestación definida.

Estas obligaciones son valoradas con periodicidad anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

Billetes en circulación

El BCE y los BCN de los países de la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros²². 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 billetes²³.

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 intereses²⁴, 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 cuenta de pérdidas y ganancias en la partida «Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema».

Distribución provisional de beneficios

Un cantidad equivalente a la suma de los ingresos del BCE procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores mantenidos con fines de política monetaria en el marco de: a) el programa para los mercados de valores (SMP); b) el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3); c) el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y d) el programa de compras de valores públicos (PSPP) se asignan a los BCN de la zona del euro en el ejercicio financiero en que se devengan. A menos que el Consejo de Gobierno decida otra cosa, el BCE distribuye este importe en enero del año siguiente mediante una distribución provisional de beneficios²⁵. Este importe se distribuye en su totalidad a menos que sea mayor que el del beneficio neto del BCE en el ejercicio o que Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. Asimismo, es posible que el Consejo de Gobierno decida reducir los ingresos procedentes de los billetes en

²² Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros, DO L 35, de 9.2.2011, p. 26, según texto modificado.

²³ «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.

²⁴ Decisión BCE/2010/23, de 25 de noviembre de 2010, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (refundición), DO L 35 de 9.2.2011, p. 17, según texto modificado.

²⁵ Decisión (UE) 2015/298, del BCE, de 15 de diciembre de 2014, sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo (refundición) (BCE/2014/57), DO L 53, 25.2.2015, p. 24, modificada.

euros en circulación en razón de los gastos soportados por el BCE en relación con la emisión y el tratamiento de billetes en euros.

Otros asuntos

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 una recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la UE aprobó el nombramiento de Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft como auditor externo del BCE por un período de cinco años, que terminará con el ejercicio financiero de 2017.

Notas al balance

1 Oro y derechos en oro

A 31 de diciembre de 2015, las tenencias del BCE ascendían a 16.229.522 onzas²⁶ de oro fino (16.178.193 onzas en 2014). Este incremento se debió principalmente a la transferencia de 51.329 onzas de oro fino²⁷ por el Lietuvos bankas a raíz de la adopción del euro por Lituania. Sin embargo, a pesar del incremento de las tenencias de oro fino del BCE, el valor equivalente en euros de estas tenencias descendió debido a la caída del precio del oro en 2015 (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable y la nota 14, «Cuentas de revalorización»).

2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes y residentes en la zona del euro

2.1 Activos frente al FMI

Esta rúbrica representa las tenencias del BCE en DEG a 31 de diciembre de 2015. Éstas se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable). El incremento del equivalente en euros de las tenencias de DEG fue debido principalmente a la apreciación de los DEG contra euros en 2015.

2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; y Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro

Estas dos partidas incluyen depósitos en bancos y préstamos denominados en moneda extranjera, e inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes japoneses.

²⁶ Esto corresponde a 504,8 toneladas.

²⁷ La transferencia, por un importe equivalente a 50,7 millones de euros, se realizó con efectos a partir del 1 de enero de 2015.

Activos frente a no residentes en la zona del euro	2015 €	2014 €	Variación €
Cuentas corrientes	4.398.616.340	2.618.332.591	1.780.283.749
Depósitos	1.666.345.182	1.035.952.558	630.392.624
Adquisiciones temporales	831.266.648	986.131.163	(154.864.515)
Inversiones en valores	42.133.979.087	39.090.487.693	3.043.491.394
Total	49.030.207.257	43.730.904.005	5.299.303.252

Activos frente a residentes en la zona del euro	2015 €	2014 €	Variación €
Cuentas corrientes	953.098	4.035.172	(3.082.074)
Depósitos	1.861.761.734	1.599.827.033	261.934.701
Adquisiciones temporales	0	179.865.744	(179.865.744)
Total	1.862.714.832	1.783.727.949	78.986.883

El aumento de estas partidas en 2015 se debió principalmente a la apreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro.

Asimismo, en el momento de la adopción de la moneda única por Lituania, con efectos a partir del 1 de enero de 2015, el Lietuvos bankas transfirió al BCE activos exteriores de reserva denominados en dólares estadounidenses por un valor de 287,9 millones de euros.

La posición neta del BCE en moneda extranjera (dólares estadounidenses y yenes²⁸) a 31 de diciembre de 2015 era la siguiente:

	2015 Millones de unidades de moneda extranjera	2014 Millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	46.382	45.649
Yenes	1.085.596	1.080.094

3 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro

A 31 de diciembre de 2015 esta partida estaba formada por depósitos bancarios frente a residentes en la zona del euro.

²⁸ Estas tenencias incluyen activos netos, denominados en la respectiva moneda extranjera, sujetos a revalorización por tipo de cambio, que figuran en las partidas «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», «Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados», «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro», «Diferencias por valoración de partidas fuera de balance» (lado del pasivo) y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados», y tienen en cuenta las operaciones a plazo en divisas y los *swaps* de divisas registrados en partidas fuera de balance. No se incluyen los efectos de las revalorizaciones de los precios de los instrumentos financieros denominados en moneda extranjera.

4 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro

4.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria

A 31 de diciembre de 2015 esta partida se componía de valores adquiridos por el BCE en el ámbito de los tres programas de adquisiciones de bonos garantizados, el programa para los mercados de valores (SMP), y el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y el programa de compras de valores públicos (PSPP).

Las compras realizadas en el marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados concluyeron el 30 de junio de 2010, mientras que el segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados terminó el 31 de octubre de 2012. El SMP concluyó el 6 de septiembre de 2012.

En 2015, los activos adquiridos en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el ABSPP se ampliaron para incluir el PSPP²⁹. El CBPP3, el ABSPP y el PSPP constituyen conjuntamente el programa ampliado de compras de activos (APP)³⁰. Se prevé que las compras mensuales combinadas realizadas por los BCN y el BCE en el marco del programa de compra de activos — por un valor medio de 60 mm de euros— continúen hasta el final de marzo de 2017 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con su objetivo de lograr que las tasas de inflación se sitúen en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

Los valores adquiridos en estos seis programas se valoran por el coste amortizado, minorado por las pérdidas por deterioro (véase «Valores» en el apartado sobre normativa contable). Las pruebas de deterioro se realizan anualmente sobre la base de los importes recuperables estimados a final del ejercicio y son aprobadas por el Consejo de Gobierno. Sobre la base de las pruebas de deterioro de este año, solo se activó un indicador de deterioro, relacionado con la cartera del SMP. No obstante, este indicador no ha tenido efectos en los flujos de caja futuros que se estima recibirá el BCE y, en consecuencia, no se registraron pérdidas en 2015.

El coste amortizado de los valores mantenidos por el BCE, y su valor de mercado³¹ (que no se recoge en el balance ni en la cuenta de pérdidas y ganancias, pero se incluye a título comparativo) son los siguientes:

²⁹ En el contexto de este programa, el BCE y los BCN pueden comprar, en el mercado secundario, valores denominados en euros emitidos por las administraciones centrales regionales o locales de la zona del euro, agencias reconocidas establecidas en la zona del euro y organizaciones internacionales y bancos multilaterales de desarrollo radicados en la zona del euro.

³⁰ Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

³¹ Los valores de mercado son indicativos y se basan en cotizaciones de mercado. Cuando no dispone de dichas cotizaciones, los precios de mercado se estiman utilizando modelos internos del Eurosistema.

	2015 €		2014 €		Variación €	
	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	1.786.194.503	1.898.990.705	2.395.178.568	2.576.479.183	(608.984.065)	(677.488.478)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	933.230.549	1.013.540.352	1.249.397.951	1.367.880.767	(316.167.402)	(354.340.415)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	11.457.444.451	11.396.084.370	2.298.798.185	2.314.787.199	9.158.646.266	9.081.297.171
Programa para los mercados de valores	8.872.443.668	10.045.312.608	10.100.343.269	11.247.795.991	(1.227.899.601)	(1.202.483.383)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	15.321.905.622	15.220.939.054	1.744.230.394	1.742.441.349	13.577.675.228	13.478.497.705
Programa de compras de valores públicos	39.437.433.065	39.372.318.024	-	-	39.437.433.065	39.372.318.024
Total	77.808.651.858	78.947.185.113	17.787.948.367	19.249.384.489	60.020.703.491	59.697.800.624

Este descenso del coste amortizado de las carteras mantenidas en el marco de: a) el primer y segundo programas de adquisiciones de bonos garantizados, y b) el programa para los mercados de valores se debió a amortizaciones.

El Consejo de Gobierno evalúa periódicamente el riesgo financiero asociado a los valores mantenidos en el marco estos programas.

5 Cuentas intra-Eurosistema

5.1 Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema

Esta partida incluye los activos del BCE frente a los BCN de la zona del euro relativos a la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable). La remuneración de estas cuentas se calcula diariamente aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema (véase la nota 22.2, «Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»).

6 Otros activos

6.1 Inmovilizado material e inmaterial

A 31 de diciembre de 2015 estos activos incluían los siguientes elementos:

	2015 €	2014 €	Variación €
Coste			
Terrenos y construcciones	1.027.242.937	997.154.850	30.088.087
Instalaciones	219.897.386	212.838.181	7.059.205
Equipamiento y aplicaciones informáticos	77.350.193	71.812.322	5.537.871
Equipamiento, mobiliario y vehículos a motor	92.000.437	82.854.876	9.145.561
Inmovilizado en curso	244.590	16.163.065	(15.918.475)
Otros activos fijos	9.453.181	8.241.408	1.211.773
Coste total	1.426.188.724	1.389.064.702	37.124.022
Amortización acumulada			
Terrenos y construcciones	(79.468.891)	(88.477.513)	9.008.622
Instalaciones	(15.827.521)	(72.342)	(15.755.179)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(45.530.493)	(38.380.961)	(7.149.532)
Equipamiento, mobiliario y vehículos a motor	(20.831.615)	(11.908.686)	(8.922.929)
Otros activos fijos	(883.374)	(628.541)	(254.833)
Total amortización acumulada	(162.541.894)	(139.468.043)	(23.073.851)
Valor neto contable	1.263.646.830	1.249.596.659	14.050.171

La nueva sede del BCE comenzó a utilizarse en noviembre de 2014. Por tanto, de acuerdo con la normativa contable que aplica el BCE (véase «Tratamiento de los activos fijos» en el apartado sobre normativa contable), la amortización de la nueva sede comenzó en enero de 2015.

El descenso de la partida «Inmovilizado en curso» se debió principalmente a la finalización de elementos del inmovilizado relacionados con nueva sede del BCE, que estaban aún en fase de realización a 31 de diciembre de 2014, y las transferencias de los costes relacionados a las rúbricas de activos fijos correspondientes en 2015. Estas transferencias, así como otras actividades relacionadas con la nueva sede del BCE se tradujeron en un incremento de «Terrenos y construcciones» en 2015.

El descenso de la amortización acumulada de terrenos y construcciones en 2015 se debió a la cancelación de gastos de renovación activados relacionados con elementos del inmovilizado que habían dejado de usarse.

6.2 Otros activos financieros

Esta partida se compone de la inversión de los recursos propios del BCE³² mantenida como contrapartida directa de su capital y reservas, así como de otros activos financieros que incluyen 3.211 acciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI), contabilizadas a su precio de adquisición, 41,8 millones de euros.

Los principales componentes de esta partida son:

³² Las cesiones temporales realizadas en el contexto de la gestión de la cartera de recursos propios se recogen en la partida «Diversos» del pasivo (véase el apartado 12.3, «Diversos»).

	2015 €	2014 €	Variación €
Cuentas corrientes en euros	30.000	4.684.410	(4.654.410)
Valores emitidos en euros	19.192.975.459	19.091.635.302	101.340.157
Adquisiciones temporales en euros	1.188.997.789	1.488.138.078	(299.140.289)
Otros activos financieros	41.914.335	41.902.068	12.267
Total	20.423.917.583	20.626.359.858	(202.442.275)

La liquidación en 2015 de las operaciones temporales vivas a 31 de diciembre de 2014 (véase la nota 12.3, «Diversos») contribuyó al descenso general de esta partida.

6.3 Diferencias por valoración de partidas fuera de balance

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2015 (véase la nota 19, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véase «Posiciones registradas fuera del balance» y «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

También se incluyen las ganancias por valoración en operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 18, «*Swaps* de tipos de interés»).

6.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

En 2015, esta partida incluía los intereses devengados por cupones de valores, incluidos intereses devengados pagados en el momento de la adquisición, por valor de 1.186,6 millones de euros (603,9 millones en 2014) (véase la nota 2.2, «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; y «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro», la nota 4, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», y la nota 6.2, «Otros activos financieros»).

También incluía intereses a cobrar devengados correspondientes a los saldos en TARGET2 de diciembre de 2015 por valor de 33,2 millones de euros (25,5 millones en 2014), e intereses a cobrar devengados 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 10,8 millones de euros (10,0 millones en 2014).

Esta partida también incluye a) los ingresos devengados de proyectos comunes del Eurosistema (véase la nota 28, «Otros ingresos»), b) ingresos por intereses devengados por otros activos financieros y c) diversos pagos anticipados.

6.5 Diversos

Esta partida incluyó principalmente el devengo de la distribución provisional de los beneficios del BCE (véase «Distribución provisional de beneficios» en el apartado sobre normativa contable y la nota 11.2, «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»).

También incluye saldos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2015 derivados 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).

7 Billetes en circulación

Esta partida recoge la participación del BCE (8 %) en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable).

8 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro

8.1 Otros pasivos

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan con el fin de proporcionar al BCE garantías para respaldar los pagos de la EBA liquidados a través del sistema TARGET2.

9 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro

A 31 de diciembre de 2015, esta partida incluía un importe de 1,5 mm de euros (0,9 mm en 2014) consistente en saldos mantenidos en el BCE por BCN no pertenecientes a la zona del euro y por otros bancos centrales como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET2 o que son su contrapartida. El aumento en estos saldos en 2015 se debió a pagos de no residentes en la zona del euro a residentes en la zona del euro (véase la nota 11.2 «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»).

El resto de esta partida lo compone un importe de 0,8 mm de euros (0 mm en 2014) procedente del acuerdo recíproco de carácter temporal con la Reserva Federal. En el marco de este acuerdo, la Reserva Federal suministra dólares estadounidenses al BCE mediante operaciones de *swap* a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acuerda realizar operaciones de *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizan los fondos obtenidos para efectuar operaciones de

inyección de liquidez en dólares estadounidenses con entidades de contrapartida del Eurosistema en forma de operaciones temporales. Dichas operaciones se tradujeron en saldos intra-Eurosistema no remunerados entre el BCE y los BCN, (véase la nota 11.2 «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»). Las operaciones *swap* realizadas con la Reserva Federal y los BCN de la zona del euro también se traducen en activos y pasivos a plazo que se recogen en cuentas fuera de balance (véase la nota 19 «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»).

10 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro

10.1 Depósitos y otros pasivos

A 31 de diciembre de 2014, esta partida recogía los pasivos que se derivan de los acuerdos de cesión temporal con no residentes en la zona del euro relacionados con la gestión de las reservas de divisas del BCE.

A 31 de diciembre de 2015 no había operaciones vivas.

11 Pasivos intra-Eurosistema

11.1 Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera

Representan los pasivos frente a los BCN pertenecientes a la zona del euro que surgieron al inicio de su participación en el Eurosistema por la transferencia al BCE de activos exteriores de reserva.

	Desde el 1 de enero de 2015 €	A 31 de diciembre de 2014 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611	111.729.611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672.637.756	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710	-
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617	117.640.617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807	447.671.807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904	728.096.904
Total	40.792.608.418	40.553.154.708

El activo de contrapartida correspondiente al Lietuvos bankas se fijó en 239.453.710 euros, a fin de garantizar que la ratio entre este activo y el importe agregado asignado a los demás BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro sea equivalente a la ratio entre la ponderación del Lietuvos bankas en la clave del capital del BCE y la ponderación agregada de los demás BCN de la zona del euro en dicha clave. La diferencia entre ese activo de contrapartida y el valor de los activos transferidos (véanse las notas 1, «Oro y derechos en oro» y 2.2, «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro») se consideró como parte de las contribuciones del Lietuvos bankas —en virtud del artículo 48.2 de los Estatutos del SEBC— a las reservas y a las provisiones equivalentes a reservas del BCE existentes a 31 de diciembre de 2014 (véanse las notas 13, «Provisiones» y 14, «Cuentas de revalorización»).

La remuneración de estas cuentas se calcula diariamente aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema ajustadas para reflejar un rendimiento cero en el componente del oro (véase la nota 22.3, «Remuneración de los activos de contrapartida de las reservas transferidas por los BCN»).

11.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)

En 2015, esta partida se componía principalmente de los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE (véase «Saldos intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). El incremento neto de esta posición se debió principalmente a las adquisiciones de valores en el marco del

programa de compra de activos ampliado (véase la nota 4, «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro»), que se liquidaron a través de las cuentas de TARGET2. El impacto de estas adquisiciones se compensó en parte por a) amortizaciones de valores adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores y de los programas primero y segundo de adquisiciones de bonos garantizados que se liquidaron también a través de cuentas de TARGET2, b) el incremento del saldo relativo a las operaciones de *swap* realizadas con los BCN en relación con operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y c) la liquidación en TARGET2 de pagos de residentes en la zona del euro a no residentes en la zona del euro (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

La remuneración de las posiciones de TARGET2, con la excepción de los saldos derivados de estas operaciones de *swap*, se calcula diariamente aplicando el tipo de interés marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Esta rúbrica incluye también el importe debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de los beneficios del BCE (véase «Distribución provisional de beneficios» en el apartado sobre normativa contable).

	2015 €	2014 €
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	812.734.808.529	612.892.597.646
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(730.463.422.714)	(590.153.944.466)
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de beneficios	812.134.494	840.719.787
Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	83.083.520.309	23.579.372.965

12 Otros pasivos

12.1 Diferencias por valoración de partidas fuera de balance

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2015 (véase la nota 19, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véase «Posiciones registradas fuera del balance» y «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

En esta partida se incluyen además las pérdidas de valoración en las operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 18, «*Swaps* de tipos de interés»).

12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados

A 31 de diciembre de 2015 esta partida incluía los intereses adeudados a los BCN durante todo 2015 en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 11.1, «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera») y los intereses devengados a pagar correspondientes a los saldos en TARGET2 debidos a los BCN de la zona del euro mantenidos durante el último mes de 2015. Estas cantidades se liquidaron en enero de 2016.

Esta partida también incluía a) los ingresos anticipados en relación con el Mecanismo Único de Supervisión (véase la nota 26, «Ingresos y gastos relativos a las funciones de supervisión»), b) periodificaciones administrativas y c) periodificaciones de instrumentos financieros.

	2015 €	2014 €	Variación €
Reservas exteriores transferidas al BCE	17.576.514	57.015.146	(39.438.632)
TARGET2	36.393.921	26.309.091	10.084.830
Otras periodificaciones	41.573.554	12.867.414	28.706.140
Total	95.543.989	96.191.651	(647.662)

12.3 Diversos

En 2015, esta partida incluía asimismo saldos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2015 (véase la nota 19, «*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).

A 31 de diciembre de 2014, en esta partida se incluían operaciones de cesión vivas por un importe de 150,1 millones de euros, realizadas en relación con la gestión de los recursos propios del BCE. A 31 de diciembre de 2015 no había operaciones vivas.

*Planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE*³³

Esta partida también incluye la obligación neta por prestación definida del BCE relativa a las prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo para los miembros del personal, del Comité Ejecutivo y de los miembros del Consejo de

³³ En todos los cuadros de esta nota, los importes relativos tanto al Comité Ejecutivo como al Consejo de Supervisión se incluyen en la columna «CE y CS».

Supervisión empleados por el BCE por valor de 385,5 millones de euros (459,7 millones en 2014).

Balance

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo son las siguientes:

	2015 Personal millones €	2015 CE y CS millones €	2015 Total millones €	2014 Personal millones €	2014 CE y CS millones €	2014 Total millones €
Valor actual de las obligaciones	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(755,3)	-	(755,3)	(651,9)	-	(651,9)
Obligación neta por prestación definida reflejada en el balance	361,4	24,1	385,5	435,2	24,5	459,7

En 2015, el valor actual de la obligación frente al personal de 1.116,7 millones de euros (1.087,1 millones en 2014) incluía beneficios no financiados por importe de 155,9 millones de euros (170,3 millones en 2014) relacionados con prestaciones post-empleo distintas de las pensiones y con otras prestaciones a largo plazo. Existen prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo para los miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión no financiadas a través de un fondo.

Cuenta de pérdidas y ganancias

Las cantidades reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2015 fueron las siguientes:

	2015 Personal millones €	2015 CE y CS millones €	2015 Total millones €	2014 Personal millones €	2014 CE y CS millones €	2014 Total millones €
Coste actual del servicio	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Interés neto de la obligación neta por prestación definida	9,5	0,5	10,0	4,5	0,7	5,2
<i>de las cuales:</i>						
<i>Coste de la obligación</i>	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
<i>Ingresos por los activos del plan</i>	(13,4)	-	(13,4)	(20,6)	-	(20,6)
Nueva medición (ganancias)/pérdidas derivadas de otras prestaciones a largo plazo	2,6	(0,1)	2,5	7,8	0,3	8,1
Total incluido en «Gastos de personal»	132,1	2,3	134,4	54,0	2,2	56,2

En 2015, el coste actual del servicio se incrementó hasta 121,9 millones de euros (42,9 millones en 2014), debido a) al descenso de la tasa de descuento desde el 3,75 % registrado en 2013 hasta el 2, % observado en 2014³⁴ y b) al aumento de la cifra media de miembros del plan en 2015.

³⁴ El coste actual del servicio se estima empleando la tasa de descuento aplicada el año anterior.

Variaciones de la obligación por prestaciones definidas, activos afectos al Plan y resultados de la nueva medición

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas son las siguientes:

	2015 Personal	2015 CE y CS	2015 Total	2014 Personal	2014 CE y CS	2014 Total
	millones €	millones €	millones €	millones €	millones €	millones €
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	1.087,1	24,5	1.111,6	650,6	17,8	668,4
Coste actual del servicio	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Coste por intereses sobre las obligaciones	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
Aportaciones de los participantes en el Plan	21,7	0,2	21,9	14,0	0,1	14,1
Beneficios pagados	(7,5)	(0,8)	(8,3)	(7,1)	(0,8)	(7,9)
Nueva medición (ganancias)/pérdidas	(127,5)	(2,2)	(129,7)	362,8	5,5	368,3
Obligaciones por prestación definida: situación final	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6

En 2015, el total de las ganancias por nueva medición de 129,7 millones de euros resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas se deben principalmente al incremento de la tasa de descuento desde el 2,0 % en 2014 hasta el 2,5 % en 2015. Esto contrasta con las pérdidas por nueva medición de 368,3 millones de euros en 2014 debidas principalmente al descenso de la tasa de descuento desde el 3,75 % en 2013 hasta el 2,0 % en 2014.

En 2015, las variaciones del valor razonable de los activos afectos al Plan en relación con el sistema de prestación definida fueron las siguientes:

	2015 millones €	2014 millones €
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	651,9	536,5
Ingresos por los activos del Plan	13,4	20,6
Ganancias por revalorización	26,8	49,7
Aportaciones del empleador	46,9	36,4
Aportaciones de los participantes en el Plan	21,7	14,0
Beneficios pagados	(5,4)	(5,3)
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	755,3	651,9

En 2014 y 2015 las ganancias por la nueva medición de los activos afectos al Plan reflejan el hecho de que los rendimientos obtenidos de las participaciones del Plan fueron superiores a los ingresos por intereses estimados de los activos del Plan.

El aumento de las contribuciones pagadas por el BCE y por los participantes al Plan de pensiones en 2015 se debió principalmente al incremento del número de participantes en ese año (véase la nota 29, «Gastos de personal»).

Las variaciones en 2015 en los resultados de la revalorización, (véase la nota 14 «Cuentas de revalorización») fueron las siguientes:

	2015 millones €	2014 millones €
Ganancias/(pérdidas) por nueva medición al inicio	(305,6)	4,8
Contribuciones de los BCN que se incorporan al Eurosistema ³⁵	(1,8)	0,0
Ingresos por los activos del Plan	26,8	49,7
Ganancias/(pérdidas) de la obligación	129,7	(368,3)
Pérdidas/(ganancias) reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias	2,5	8,1
Ganancias/(pérdidas) por nueva medición incluidas en «Cuentas de revalorización»³⁶	(148,4)	(305,6)

Supuestos principales

Para realizar las valoraciones a las que se hace referencia en esta nota, los actuarios se han basado en supuestos que han sido aceptados por el Comité Ejecutivo a efectos contables e informativos. En el siguiente cuadro se señalan los supuestos principales utilizados para el cálculo de las obligaciones derivadas del plan de jubilación:

	2015 %	2014 %
Tasa de descuento	2,50	2,00
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan ³⁷	3,50	3,00
Incrementos salariales futuros ³⁸	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros ³⁹	1,40	1,40

Por otra parte, las contribuciones voluntarias realizadas por los miembros del personal en un sistema de aportación definida en 2015 ascendieron a 123,3 millones de euros (110,6 millones en 2014). Aunque estos activos se invierten en los activos del Plan, generan también una obligación correspondiente de igual valor.

³⁵ Tras la adopción de la moneda única por parte de Lituania, el Lietuvos bankas contribuyó a los saldos de todas las cuentas de revalorización del BCE. Las pérdidas por nueva medición incluidas en las cuentas de revalorización a 31 de diciembre de 2014 se tradujeron en una reducción de las contribuciones del Lietuvos bankas.

³⁶ Los totales pueden no coincidir, debido al redondeo.

³⁷ Estos supuestos se han utilizado para calcular la prestación definida del BCE, que se financia con activos con una garantía de capital subyacente.

³⁸ Asimismo, se tienen en cuenta posibles incrementos salariales futuros de hasta un 1,8 % anual, dependiendo de la edad de los participantes en el Plan.

³⁹ De conformidad con las normas del plan de pensiones del BCE, las pensiones se incrementarán anualmente. Si los ajustes salariales generales de los empleados del BCE se situaran por debajo de la inflación de precios, los incrementos de las pensiones serían acordes a dichos ajustes. Si los ajustes salariales generales son superiores a la inflación de los precios, se aplicarán para determinar el incremento de las pensiones, siempre que la situación financiera de los planes de pensiones del BCE permitan dicho incremento.

13 Provisiones

Esta partida recoge principalmente una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro.

El Consejo de Gobierno utilizará esta provisión en la medida en que lo considere necesario para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas de valoración no cubiertas por las cuentas de revalorización. El volumen de esta provisión y la necesidad de mantenerla se revisan anualmente, de acuerdo con la valoración del BCE de su exposición a estos riesgos y teniendo en cuenta una serie de factores. Su volumen, sumado a otros importes mantenidos en el fondo de reserva general, no excederá el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro.

Después de la adopción de la moneda única por Lituania, el Lietuvos bankas contribuyó con 44.728.929 euros a la provisión para la cobertura de los riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro con efectos a partir del 1 de enero de 2015⁴⁰, por lo que su volumen aumentó hasta los 7.619.884.851 euros. Tras el incremento del capital desembolsado del BCE en 2015 (véase la nota 15, «Capital y reservas»), este importe corresponde al capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a 31 de diciembre de 2015.

14 Cuentas de revalorización

Esta partida recoge principalmente las cuentas de revalorización procedentes de ganancias no realizadas en activos y pasivos e instrumentos fuera de balance (véanse «Reconocimiento de ingresos», «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera», «Valores» y «Posiciones registradas fuera del balance» en el apartado sobre normativa contable). Asimismo incluye las nuevas mediciones de la obligación neta por prestación definida del BCE relativas a las prestaciones post-empleo (véase «Planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE» en el apartado sobre normativa contable y en la nota 12.3, «Diversos»).

Tras la adopción de la moneda única por Lituania, el Lietuvos bankas contribuyó con 117,7 millones de euros a estas cuentas con efectos a partir del 1 de enero de 2015.

⁴⁰ Este desembolso se efectuó de conformidad con el artículo 48.2 de los Estatutos del SEBC.

	2015 €	2014 €	Variación €
Oro	11.900.595.095	12.065.394.836	(164.799.741)
Divisas	12.272.562.352	7.046.435.041	5.226.127.311
Valores y otros instrumentos	808.078.836	1.131.424.399	(323.345.563)
Obligación neta por prestación definida relativa a las prestaciones post-empleo	(148.413.109)	(305.609.580)	157.196.471
Total	24.832.823.174	19.937.644.696	4.895.178.478

El incremento de las cuentas de revalorización se debe principalmente a la depreciación del euro frente al dólar estadounidense y al yen japonés en 2015.

Los tipos de cambio aplicados para la revalorización de final de año fueron:

Tipos de cambio	2015	2014
Dólares estadounidenses por euro	1,0887	1,2141
Yenes por euro	131,07	145,23
Euros por DEG	1,2728	1,1924
Euros por onza de oro fino	973,225	987,769

15 Capital y reservas

15.1 Capital

Lituania adoptó la moneda única el 1 de enero de 2015. A tenor del artículo 48.1 de los Estatutos del SEBC el Lietuvos bankas desembolsó 43.051.594 con fecha 1 de enero de 2015⁴¹, que representaban el resto de su capital suscrito del BCE. En consecuencia, el capital desembolsado del BCE aumentó desde 7.697.025.340 euros a 31 de diciembre de 2014 hasta 7.740.076.935 euros a 1 de enero de 2015, como se muestra en el siguiente cuadro⁴²:

⁴¹ Decisión(UE) 2015/287 del Banco Central Europeo, de 31 de diciembre de 2014, relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del Banco Central Europeo por el Eesti Pank, (BCE/2014/61) DO L 50 de 21.2.2015, p. 44.

⁴² Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. En consecuencia, los totales y subtotaes que figuran en el cuadro pueden no coincidir debido al redondeo.

	Clave de capital desde el 1 de enero de 2015 %	Capital desembolsado desde el 1 de enero de 2015 €	Clave de capital a 31 de diciembre de 2014 %	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2014 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4778	268.222.025	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614	0,1928	20.870.614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	125.645.857	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929	-	-
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764	0,2030	21.974.764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136.005.389	1,2564	136.005.389
Subtotal BCN pertenecientes a la zona del euro	70,3915	7.619.884.851	69,9783	7.575.155.922
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	0,8590	3.487.005	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963	0,6023	2.444.963
Lietuvos bankas	-	-	0,4132	1.677.335
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192	5,1230	20.796.192
Banca Națională a României	2,6024	10.564.124	2,6024	10.564.124
Sveriges Riksbank	2,2729	9.226.559	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148	13,6743	55.509.148
Subtotal BCN no pertenecientes a la zona del euro	29,6085	120.192.083	30,0217	121.869.418
Total	100,0000	7.740.076.935	100,0000	7.697.025.340

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 3,75 % del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Los desembolsos por este concepto ascendieron a un total de 120.192.083 euros al fin del ejercicio 2015. Estos BCN 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.

Instrumentos fuera de balance

16 Programa de préstamo automático de valores

Para la gestión de sus fondos propios, el BCE tiene un acuerdo relativo a un programa de préstamo automático de valores, por el que un agente seleccionado realiza operaciones de préstamo de valores por cuenta del BCE con determinadas contrapartes designadas como contrapartes autorizadas.

Además, de conformidad con las decisiones del Consejo de Gobierno, el BCE permite utilizar para las operaciones de préstamo sus tenencias de valores adquiridos en el marco del primer, segundo y tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados, así como sus tenencias de valores comprados al amparo del PSPP y los adquiridos en virtud del SMP que son también admisibles para su adquisición en el marco del PSPP.

Como resultado de los acuerdos relativos a los préstamos de valores del BCE, a 31 de diciembre de 2015 seguían vivas operaciones temporales por valor de 4,5 mm de euros (4,8 mm de euros en 2014). De este importe, 0,3 mm de euros (0 euros en 2014) estaban relacionados con el préstamo de valores mantenidos con fines de política monetaria.

17 Futuros sobre tipos de interés

A 31 de diciembre de 2015 estaban vivas las siguientes operaciones en divisas, presentadas a los tipos de mercado de fin de año:

Futuros sobre tipos de interés en moneda extranjera	2015 Valor contractual €	2014 Valor contractual €	Variación €
Adquisiciones	694.406.172	911.374.681	(216.968.509)
Ventas	690.554.100	1.001.647.311	(311.093.211)

Estas operaciones se realizaron en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

18 Swaps de tipos de interés

A 31 de diciembre de 2015 existían operaciones de swap de tipos de interés no vencidas con un valor nominal de 274,5 millones de euros (270,8 millones en 2014), presentadas a los tipos de mercado de fin de año. Estas operaciones se llevaron a cabo en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

19 Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas

Gestión de reservas exteriores

En 2015 se realizaron swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE. Los activos y pasivos derivados de estas operaciones con fecha de liquidación en 2016 que seguían vivos a 31 de diciembre de 2015 se presentan a los tipos de mercado de fin de año:

Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas	2015 €	2014 €	Variación €
Activos	2.467.131.004	1.899.819.430	567.311.574
Pasivos	2.484.517.472	1.777.894.537	706.622.935

Operaciones de inyección de liquidez

A 31 de diciembre de 2016 seguían vivos los activos y pasivos denominados en dólares estadounidenses con fecha de liquidación en 2016, originados en relación con el importe de la liquidez en dólares estadounidenses suministrada a las entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 9, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

20 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo

En 2015, el BCE siguió siendo responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la UE en el contexto del mecanismo de ayuda financiera a medio plazo, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), así como del acuerdo de préstamo suscrito con Grecia. En 2015, el BCE procesó pagos relacionados con estas operaciones, así como pagos en forma de suscripciones de miembros al capital autorizado del MEDE.

21 Pasivos contingentes y demandas judiciales pendientes

Varios depositantes, accionistas y bonistas de entidades de crédito chipriotas interpusieron tres demandas judiciales contra el BCE y otras instituciones de la UE. Los demandantes alegaron que habían sufrido pérdidas financieras como consecuencia de actuaciones que consideraban que habían dado lugar a la reestructuración de estas entidades de crédito en el contexto del programa de ayuda financiera de Chipre. En 2014, el Tribunal General de la UE desestimó íntegramente 12 demandas similares. Se presentaron recursos contra ocho de estos fallos. La participación del BCE en el proceso que culminó con la conclusión del programa de

asistencia financiera se limitó a la prestación de asesoramiento técnico, de conformidad con el Tratado por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad, en colaboración con la Comisión Europea, y a la elaboración de un dictamen no vinculante sobre el proyecto de ley de resolución de Chipre. Así pues, se consideró que el BCE no incurrirá en pérdidas como resultado de estos procedimientos.

Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias

22 Ingresos netos por intereses

22.1 Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos exteriores de reserva netos del BCE, de la siguiente forma:

	2015 €	2014 €	Variación €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	552.459	548.634	3.825
Ingresos por intereses de depósitos en el mercado monetario	6.306.443	4.234.448	2.071.995
Ingresos por intereses de cesiones temporales de valores	38.311	208.426	(170.115)
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	2.920.201	867.860	2.052.341
Ingresos por intereses de valores	261.121.900	206.165.493	54.956.407
Ingresos/(gastos) netos por intereses de los swaps de tipos de interés	(861.355)	407.588	(1.268.943)
Ingresos netos por intereses de los swaps y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	13.127.982	4.570.710	8.557.272
Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)	283.205.941	217.003.159	66.202.782

En 2015, el incremento general de los ingresos netos por intereses se debió principalmente al aumento de los ingresos netos por intereses recibidos en la cartera en dólares estadounidenses y a la apreciación del dólar frente al euro.

22.2 Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema

Este apartado recoge los ingresos por intereses devengados relativos a la participación del 8 % del BCE en el total de billetes emitidos en euros (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable y en la nota 5.1, «Activos relacionados con la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema»). Pese al aumento del 8,1 % de la cifra media de billetes en circulación, se produjo un descenso de los ingresos en 2015 que refleja el hecho de que los tipos medios de las operaciones principales de financiación fueron más bajos que en 2014 (0,05 % en 2015 frente a 0,16 % en 2014).

22.3 Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas

La remuneración abonada a los BCN de la zona del euro por sus activos de contrapartida de las reservas en moneda extranjera transferidas al BCE de

conformidad con el artículo 30.1 de los Estatutos del SEBC (véase la nota 11.1, «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera») figura en este apartado. El descenso de esta remuneración en 2015 refleja el hecho de que los tipos medios de las operaciones principales de financiación fueron más bajos que en 2014.

22.4 Otros ingresos por intereses y otros gastos por intereses

En 2015, en estas partidas se consignaron ingresos netos por intereses por valor de 608,7 millones de euros (727,7 millones en 2014) procedentes de los valores adquiridos por el BCE en el marco del SMP, mientras que los ingresos netos por intereses del resto de los valores adquiridos con fines de política monetaria ascendieron a 280,9 millones de euros (174,9 millones en 2014).

También incluían ingresos por intereses por valor de 0,4 mm de euros (1,1 mm de euros en 2014) y gastos por valor de 0,4 mm de euros (1,1 mm de euros en 2014) derivados de saldos en TARGET2 (véanse la nota 11.2 «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)» y la nota 9 «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»). En estas partidas se recogen asimismo ingresos y gastos por intereses derivados de otros activos y pasivos denominados en euros.

23 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras en 2015 fueron las siguientes:

	2015 €	2014 €	Variación €
Ganancias netas realizadas por precio	175.959.137	47.223.558	128.735.579
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	38.474.593	10.036.857	28.437.736
Ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras	214.433.730	57.260.415	157.173.315

Las ganancias netas realizadas por precio incluyeron las ganancias y pérdidas realizadas de los valores, futuros sobre tipos de interés y swaps de tipos de interés. En 2015, el incremento general de las ganancias netas realizadas por precio se debió principalmente al aumento de las ganancias realizadas por precio en la cartera en dólares estadounidenses.

24 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

En 2015, las minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras fueron las siguientes:

	2015 €	2014 €	Variación €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(63.827.424)	(7.664.489)	(56.162.935)
Pérdidas no realizadas por precio de los swaps de tipos de interés	(223.892)	(198.804)	(25.088)
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(1.901)	-	(1.901)
Total	(64.053.217)	(7.863.293)	(56.189.924)

El aumento de las minusvalías no realizadas respecto de 2014 se debió principalmente al descenso general de los precios de mercado de los valores mantenidos en la cartera en dólares estadounidenses.

25 Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones

	2015 €	2014 €	Variación €
Ingresos por honorarios y comisiones	277.324.169	30.024.834	247.299.335
Gastos por honorarios y comisiones	(8.991.908)	(1.866.180)	(7.125.728)
Ingresos netos por honorarios y comisiones	268.332.261	28.158.654	240.173.607

En 2015, los ingresos de este apartado recogen principalmente las tasas de supervisión (véase la nota 26, «Ingresos y gastos relativos a las funciones de supervisión»), e incluyen asimismo las sanciones impuestas a las entidades de crédito por el incumplimiento de las reservas mínimas requeridas. Los gastos comprenden principalmente los honorarios cobrados por los gestores externos de activos que llevaron a cabo las compras de bonos de titulización de activos admisibles por cuenta del Eurosistema y siguiendo sus instrucciones específicas. También incluyen las comisiones por cuentas corrientes y por operaciones con futuros sobre tipos de interés (véase la nota 17, «Futuros sobre tipos de interés»).

26 Ingresos y gastos relacionados con las funciones de supervisión

Los gastos realizados por el BCE en relación con sus funciones de supervisión se recuperan a través de las tasas anuales de supervisión cobradas a las entidades supervisadas. Estos gastos consisten principalmente en los costes relacionados directamente con las funciones de supervisión del BCE, como la supervisión directa de las entidades significativas, la vigilancia de la supervisión de las entidades de crédito menos significativas y el desempeño de funciones horizontales y servicios especializados. Asimismo incluyen costes relacionados indirectamente con las funciones de supervisión del BCE, como los de los servicios proporcionados por las funciones de apoyo del BCE entre los que se encuentran equipamiento y mantenimiento, gestión de recursos humanos y servicios informáticos.

Los ingresos relacionados del BCE correspondientes a las funciones de supervisión fueron los siguientes:

	2015 €	2014 ⁴³ €
Tasas de supervisión	277.086.997	29.973.012
<i>de las cuales:</i>		
<i>Tasas cobradas a las entidades o grupos significativos</i>	245.620.964	25.622.812
<i>Tasas cobradas a las entidades o grupos menos significativos</i>	31.466.033	4.350.200
Total ingresos por funciones de supervisión bancaria	277.086.997	29.973.012

Los ingresos por tasas de supervisión se incluyen en la partida «Ingresos netos por honorarios y comisiones» (véase la nota 25, «Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones»).

Basándose en los gastos anuales estimados, el BCE anunció en abril de 2015 que las tasas anuales de supervisión de 2015 ascenderían a 296,0 millones de euros⁴⁴. El superávit de 18,9 millones de euros con respecto al gasto registrado de 277,1 millones de euros se recoge en la partida «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados» (véase la nota 12.2 «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados») y reducirá las tasas de supervisión que se recaudarán en 2016.

A finales de 2015, todavía quedaban por abonar tasas por importes reducidos, así como los intereses aplicados a las entidades supervisadas por retrasos en el pago. El BCE adopta todas las medidas necesarias para recaudar los importes pendientes de las entidades supervisadas.

Asimismo, el BCE puede imponer multas o pagos periódicos coercitivos a las entidades que incumplan las obligaciones que les imponen los reglamentos y decisiones pertinentes. En 2015 no se impusieron ninguna de estas multas ni pagos coercitivos.

Los gastos realizados por el BCE en 2015 fueron los siguientes:

⁴³ En lo que se refiere a 2014, el BCE recuperó a través de las tasas de supervisión los costes relacionados con la supervisión bancaria correspondientes al período que comenzó en noviembre de 2014, fecha en la que asumió sus funciones de supervisión.

⁴⁴ Este importe, sumado a los costes incurridos en los dos últimos meses de 2014, que ascendieron a 30,0 millones de euros, se facturó en 2015, con fecha de pago de 20 de noviembre de 2015.

	2015 €	2014 ⁴⁵ €
Salarios y prestaciones	141.262.893	18.456.945
Alquiler y mantenimiento de edificios	25.513.220	2.199.243
Otros gastos corrientes	110.310.884	9.316.824
Total gastos relacionados con funciones de supervisión bancaria	277.086.997	29.973.012

27 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones

Los dividendos recibidos por las acciones que el BCE tiene del Banco de Pagos Internacionales (véase la nota 6.2, «Otros activos financieros») figuran en este apartado.

28 Otros ingresos

Los otros ingresos obtenidos durante 2015 proceden principalmente de las aportaciones devengadas por los BCN de la zona del euro en relación con los costes incurridos por el BCE en proyectos conjuntos del Eurosistema.

29 Gastos de personal

Los gastos de personal registraron un incremento en 2015, debido principalmente al aumento de la cifra media de empleados del BCE y del gasto neto relacionado con las prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo.

Esta partida incluye salarios, complementos salariales, primas de seguros y gastos diversos por importe de 306,4 millones de euros (244,9 millones en 2014). También recoge el importe de 134,4 millones de euros (56,2 millones en 2014) correspondiente a planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE (véase la nota 12.3, «Diversos»). Los gastos de personal por un importe de 0,8 millones de euros (1,2 millones en 2014) relacionados con la construcción de la nueva sede del BCE se han capitalizado y excluido de esta partida.

La estructura de salarios y de complementos salariales, 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 y los miembros del Consejo de Supervisión empleados por el BCE perciben un salario base, mientras que a los miembros del Consejo de Supervisión empleados por el BCE que trabajan a tiempo parcial

⁴⁵ Las cifras correspondientes a 2014 están relacionadas con los gastos realizados en los dos últimos meses del año, ya que el BCE asumió la responsabilidad operativa de la supervisión bancaria en noviembre de 2014.

también se les remunera en función del número de reuniones a las que asisten. Asimismo, los miembros del Comité Ejecutivo y los miembros a tiempo completo del Consejo de Supervisión empleados por el BCE reciben otros complementos 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 y del Consejo de Supervisión tienen derecho a complementos salariales por residencia, hijos y educación, en función de sus circunstancias individuales. Los salarios están sujetos a tributación a la Unión Europea y a deducciones por aportaciones al plan de pensiones y a los seguros médico y de accidentes. Los complementos salariales no están sujetos a tributación y no computan a efecto de pensiones.

En 2015, los salarios básicos abonados a los miembros del Comité Ejecutivo y a los miembros del Consejo de Supervisión empleados por el BCE (es decir, excluidos los representantes de los supervisores nacionales) fueron⁴⁶:

	2015 €	2014 €
Mario Draghi (Presidente)	385.860	379.608
Vitor Constâncio (Vicepresidente)	330.744	325.392
Peter Praet (Miembro del Comité Ejecutivo)	275.604	271.140
Jörg Asmussen (Miembro del Comité Ejecutivo hasta enero de 2014)	-	4.912
Benoît Cœuré (Miembro del Comité Ejecutivo)	275.604	271.140
Yves Mersch (Miembro del Comité Ejecutivo)	275.604	271.140
Sabine Lautenschläger (Miembro del Comité Ejecutivo)	275.604	253.457
Total Comité Ejecutivo	1.819.020	1.776.789
Total Consejo de Supervisión (miembros empleados por el BCE)⁴⁷	635.385	508.589
del cual:		
Danièle Nouy (presidenta del Consejo de Supervisión)	275.604	271.140
Total	2.454.405	2.285.378

Además, la remuneración de los miembros a tiempo parcial del Consejo de Supervisión ascendió a 352.256 euros (74.776 euros en 2014).

Los complementos salariales abonados a los miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión y las aportaciones del BCE a los seguros médico y de accidentes ascendieron a un total de 625.021 euros (674.470 euros en 2014).

En 2015 no se realizaron pagos al nombramiento y al término del servicio a los miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión (68.616 euros en 2014).

Pueden realizarse pagos transitorios a antiguos miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión durante un período limitado tras cesar en sus cargos. En 2015, estos pagos, los complementos familiares asociados y las aportaciones del

⁴⁶ Los importes se presentan en cifras brutas, es decir, antes de deducciones fiscales de la Unión Europea.

⁴⁷ A excepción de Sabine Lautenschläger, cuyo salario figura con los de los demás miembros del Comité Ejecutivo.

BCE a los seguros médico y de accidente de los antiguos miembros ascendieron a 9.730 euros (243.178 euros en 2014). Las pensiones, incluidas las prestaciones asociadas, abonadas a antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios y las aportaciones a los seguros médico y de accidentes ascendieron a 783.113 euros (599.589 en 2014).

Al final de 2015, el BCE tenía el equivalente a 2.871 empleados a tiempo completo⁴⁸, de los que 293 ocupaban cargos directivos. La variación en el número de empleados a lo largo de 2015 fue como sigue:

	2015	2014
Total de empleados a 1 de enero	2.577	1.790
Nuevos empleados/cambio de la naturaleza del contrato	648	1.458
Bajas/finalización de contrato	(299)	(681)
Incremento/(disminución) neto debida a cambios de los patrones de trabajo a tiempo parcial	(55)	10
Total de empleados a 31 de diciembre	2.871	2.577
Cifra media de empleados	2.722	2.155

30 Gastos de administración

Esta partida incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

31 Gastos de producción de billetes

Estos gastos se deben principalmente a los costes de transporte internacional de billetes en euros entre las fábricas de billetes y los BCN, para el suministro de los nuevos billetes, y entre BCN, para la compensación de situaciones de escasez de billetes con excedentes de reservas. Estos costes corren a cargo del BCE de forma centralizada.

⁴⁸ No se incluyen los empleados con permisos no retribuidos. Esta cifra incluye los empleados con contratos indefinidos o temporales y los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluye a los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

10 February 2016

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 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the Annual Accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these Annual Accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these Annual Accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the Annual Accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the Annual Accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the Annual Accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the Annual Accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by the Executive Board, as well as evaluating the overall presentation of the Annual Accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion

In our opinion, the Annual Accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2015 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

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 EY.

Presidente y Consejo de Gobierno
del Banco Central Europeo
Fráncfort del Meno

10 de febrero de 2016

Informe del auditor externo

Hemos auditado las cuentas anuales adjuntas del Banco Central Europeo, que constan del balance a 31 de diciembre de 2015, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2015 y un resumen de la normativa contable relevante y otras notas explicativas (las «cuentas anuales»).

La responsabilidad del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo respecto a las cuentas anuales

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y presentación imparcial de estas cuentas anuales con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno y recogidos en la Decisión BCE/2010/21 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo, con sus modificaciones, y de todas las medidas de control interno que el Comité Ejecutivo estime necesarias a fin de posibilitar la preparación de cuentas anuales que no contengan errores sustanciales, debidos a fraude o error.

La responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las mismas basada en nuestra auditoría. Hemos realizado la auditoría 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 valoración, el auditor toma en consideración el control interno de la preparación y la presentación imparcial de las cuentas anuales, a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con el objetivo de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la idoneidad de las normas contables utilizadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables realizadas por el Comité Ejecutivo, además de la evaluación de la presentación general de las cuentas anuales.

Consideramos que los datos que hemos obtenido son suficientes y apropiados para constituir el fundamento de nuestra opinión.

Opinión

A nuestro parecer, las cuentas anuales ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2015 y del resultado de sus operaciones durante el período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2015, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en la Decisión BCE/2010/21 sobre las cuentas anuales del Banco Central Europeo, con sus modificaciones.

Atentamente,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE de 2015.

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 SEBC.⁴⁹

Los beneficios netos del BCE en 2015 ascendieron a 1.081,8 millones de euros. De conformidad con una decisión del Consejo de Gobierno, el 29 de enero de 2016 se realizó una distribución provisional de beneficios, por importe de 812,1 millones de euros, a los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro. Asimismo, el Consejo de Gobierno decidió distribuir los beneficios restantes de 269,7 millones de euros a los BCN de la zona del euro.

Los beneficios se distribuyen a los BCN en proporción a sus acciones desembolsadas en el capital suscrito del BCE. 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.

	2015 €	2014 €
Beneficio del ejercicio	1.081.790.763	988.832.500
Distribución provisional de beneficios	(812.134.494)	(840.719.787)
Beneficios del ejercicio tras la distribución provisional de beneficios	269.656.269	148.112.713
Distribución de los beneficios restantes	(269.656.269)	(148.112.713)
Total	0	0

⁴⁹ 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.

Estado financiero consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2015¹

(millones de euros)²

ACTIVO	31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
1 Oro y derechos en oro	338.713	343.630
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	307.115	270.250
2.1 Activos frente al FMI	80.384	81.298
2.2 Depósitos en bancos e inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	226.732	188.951
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	31.109	27.940
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	20.242	18.905
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	20.242	18.905
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	558.989	630.341
5.1 Operaciones principales de financiación	88.978	156.129
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	469.543	473.285
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	468	924
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	2
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	107.863	59.942
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	1.161.159	590.265
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria	803.135	217.242
7.2 Otros valores	358.023	373.022
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	25.145	26.715
9 Otros activos	230.810	240.252
Activos totales	2.781.145	2.208.238

¹ Basado en datos provisionales no auditados. Las cuentas anuales de los BCN se cerrarán antes de final de mayo de 2016 y posteriormente se publicará el balance anual consolidado del Eurosistema definitivo.

² Debido al redondeo, los totales/subtotales pueden no coincidir.

PASIVO	31 de diciembre de 2015	31 de diciembre de 2014
1 Billetes en circulación	1.083.539	1.016.616
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	768.419	366.511
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	555.864	318.245
2.2 Facilidad de depósito	212.415	48.266
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	140	0
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	5.202	4.635
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	141.805	64.519
5.1 Administraciones Públicas	59.295	36.738
5.2 Otros pasivos	82.510	27.781
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	54.529	47.927
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.803	1.271
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	3.677	4.753
8.1 Depósitos y otros pasivos	3.677	4.753
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	59.179	56.211
10 Otros pasivos	218.618	219.328
11 Cuentas de revalorización	346.172	331.398
12 Capital y reservas	97.201	95.070
Pasivos totales	2.781.145	2.208.238

Estadísticas

1. Evolución financiera y monetaria	S2
2. Actividad económica	S14
3. Precios y costes	S28
4. Tipos de cambio y balanza de pagos	S35
5. Evolución de las finanzas públicas	S40

Información adicional

Estadísticas del BCE:

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

Las definiciones metodológicas se encuentran en las Notas Generales del Boletín Estadístico:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las Notas Técnicas del Boletín Estadístico:

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

En el glosario de términos estadísticos del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Nota metodológica

Las medias plurianuales de las tasas de crecimiento se calculan utilizando la media geométrica. Por lo que respecta a todos los demás indicadores incluidos en esta sección, las medias plurianuales se calculan utilizando la media aritmética.

Símbolos utilizados en los cuadros

-	Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable	(p)	Cifra provisional
.	Dato no disponible por el momento	(d)	Desestacionalizado
...	Cero o no significativo	(s.d.)	Sin desestacionalizar

1. Evolución financiera y monetaria

1.1 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde: ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito		
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja				
	Nivel 1	Variación 2	Nivel 3	Nivel 4	Variación 5	Nivel 6	Variación 7	
1999	1 Ene.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 Ene. ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
	22 Ene.	2,00	-0,75	3,00	-	-	4,50	1,25
	9 Abr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 Feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 Mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 Abr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 Jun.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 Jun. ³⁾	3,25	-	-	4,25	-	5,25	-
	1 Sep.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 Oct.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 May.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 Ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 Sep.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 Dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 Mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 Jun.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 Dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 Mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 Jun.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 Ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 Oct.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 Dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 Mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 Jun.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 Jul.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 Oct.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 Oct. ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 Oct. ⁵⁾	3,25	-	3,75	-	-0,50	4,25	-
	12 Nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 Dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 Ene.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	-
	11 Mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 Abr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 May.	0,25	-	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 Abr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 Jul.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
	9 Nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
	14 Dic.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 Jul.	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 May.	0,00	-	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13 Nov.	0,00	-	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014	11 Jun.	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35
	10 Sep.	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10
2015	9 Dic.	-0,30	-0,10	0,05	-	-	0,30	-

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. En el caso de las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto ese mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la transición al nuevo régimen.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

1. Evolución financiera y monetaria

1.2 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas¹⁾

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1.2.1 Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo^{2), 3)}

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días	
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación									
2015	21 Oct.	65.908	123	65.908	0,05	-	-	-	7
	28 Oct.	68.451	129	68.451	0,05	-	-	-	7
	4 Nov.	61.468	114	61.468	0,05	-	-	-	7
	11 Nov.	62.532	120	62.532	0,05	-	-	-	7
	18 Nov.	60.527	113	60.527	0,05	-	-	-	7
	25 Nov.	73.774	123	73.774	0,05	-	-	-	7
	9 Dic.	69.094	111	69.094	0,05	-	-	-	7
	16 Dic.	68.571	113	68.571	0,05	-	-	-	7
	23 Dic.	72.908	115	72.908	0,05	-	-	-	7
	30 Dic.	88.978	149	88.978	0,05	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo ⁵⁾									
2015	24 Jun. ⁶⁾	73.789	128	73.789	0,05	-	-	-	1.190
	25 Jun.	17.269	102	17.269	0,05	-	-	-	98
	30 Jul.	21.752	126	21.752	0,05	-	-	-	91
	27 Ago.	33.127	123	33.127	0,05	-	-	-	91
	30 Sep. ⁶⁾	15.548	88	15.548	0,05	-	-	-	1.092
	1 Oct.	11.842	92	11.842	0,05	-	-	-	77
	29 Oct.	18.125	109	18.125	0,05	-	-	-	91
	26 Nov.	21.777	112	21.777	0,05	-	-	-	91
	16 Dic. ⁶⁾	18.304	55	18.304	0,05	-	-	-	1.015
	17 Dic. ⁷⁾	11.710	84	11.710	-	-	-	-	105

Fuente: BCE.

1) Solo se muestran las 10 últimas operaciones hasta el final de 2015 de cada categoría.

2) Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.

3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.

4) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

5) En el caso de las operaciones liquidadas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, al cabo de un año las entidades de contrapartida tienen la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en estas operaciones, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.

6) Operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico. Para más información, véase el sitio web del BCE (<http://www.ecb.int>), sección «Monetary Policy», apartado «Instruments», subapartado «Open market operations».

7) En estas operaciones de financiación a plazo más largo, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indexado a la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indexadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.

1.2.2 Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ²⁾	Tipo medio ponderado		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014	9 Abr.	Captación de depósitos a plazo fijo	192.515	156	172.500	-	-	0,25	0,24	0,22	7
	16 Abr.	Captación de depósitos a plazo fijo	153.364	139	153.364	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	23 Abr.	Captación de depósitos a plazo fijo	166.780	139	166.780	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	30 Abr.	Captación de depósitos a plazo fijo	103.946	121	103.946	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	7 May.	Captación de depósitos a plazo fijo	165.533	158	165.533	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	14 May.	Captación de depósitos a plazo fijo	144.281	141	144.281	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	21 May.	Captación de depósitos a plazo fijo	137.465	148	137.465	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	28 May.	Captación de depósitos a plazo fijo	102.878	119	102.878	-	-	0,25	0,25	0,25	7
	4 Jun.	Captación de depósitos a plazo fijo	119.200	140	119.200	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	11 Jun.	Captación de depósitos a plazo fijo	108.650	122	108.650	-	-	0,15	0,15	0,13	7

Fuente: BCE.

1) Solo se muestran las 10 últimas operaciones hasta el final de 2015 de cada categoría.

2) En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

1. Evolución financiera y monetaria

1.3 Rendimientos de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; medias del período)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3,8	4,5	2,8	3,0	2,4	1,7	0,8
Alemania	3,3	4,3	1,9	1,5	1,6	1,2	0,5
Estonia ²⁾
Irlanda	4,6	4,4	4,9	6,2	3,8	2,4	1,2
Grecia	7,5	4,8	11,3	22,5	10,1	6,9	9,7
España	4,3	4,4	4,1	5,8	4,6	2,7	1,7
Francia	3,6	4,4	2,5	2,5	2,2	1,7	0,8
Italia	4,4	4,6	4,0	5,5	4,3	2,9	1,7
Chipre	5,4	5,3	5,6	7,0	6,5	6,0	4,5
Letonia	5,5	5,3	5,7	4,6	3,3	2,5	1,0
Lituania	5,3	5,2	5,4	4,8	3,8	2,8	1,4
Luxemburgo	3,3	4,1	2,2	1,8	1,9	1,3	0,4
Malta	4,3	5,0	3,5	4,1	3,4	2,6	1,5
Países Bajos	3,5	4,4	2,2	1,9	2,0	1,5	0,7
Austria	3,6	4,4	2,4	2,4	2,0	1,5	0,7
Portugal	5,2	4,5	6,1	10,5	6,3	3,8	2,4
Eslovenia	4,7	5,1	4,3	5,8	5,8	3,3	1,7
Eslovaquia	4,4	5,3	3,4	4,6	3,2	2,1	0,9
Finlandia	3,5	4,4	2,2	1,9	1,9	1,4	0,7
Zona del euro	3,9	4,4	3,1	3,9	3,0	2,0	1,2
Bulgaria	4,8	5,0	4,6	4,5	3,5	3,3	2,5
República Checa	3,7	4,6	2,8	2,8	2,1	1,6	0,6
Dinamarca	3,5	4,5	2,1	1,4	1,7	1,3	0,7
Croacia	5,4	5,1	5,6	6,1	4,7	4,1	3,6
Hungría	7,0	7,3	6,6	7,9	5,9	4,8	3,4
Polonia	5,7	6,6	4,7	5,0	4,0	3,5	2,7
Rumanía	6,7	7,3	6,3	6,7	5,4	4,5	3,5
Suecia	3,5	4,5	2,1	1,6	2,1	1,7	0,7
Reino Unido	3,9	4,8	2,5	1,7	2,0	2,1	1,8
Unión Europea	4,0	4,6	3,2	3,7	3,0	2,2	1,4
Estados Unidos	3,8	4,7	2,6	1,8	2,3	2,5	2,1
Japón	1,2	1,5	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4

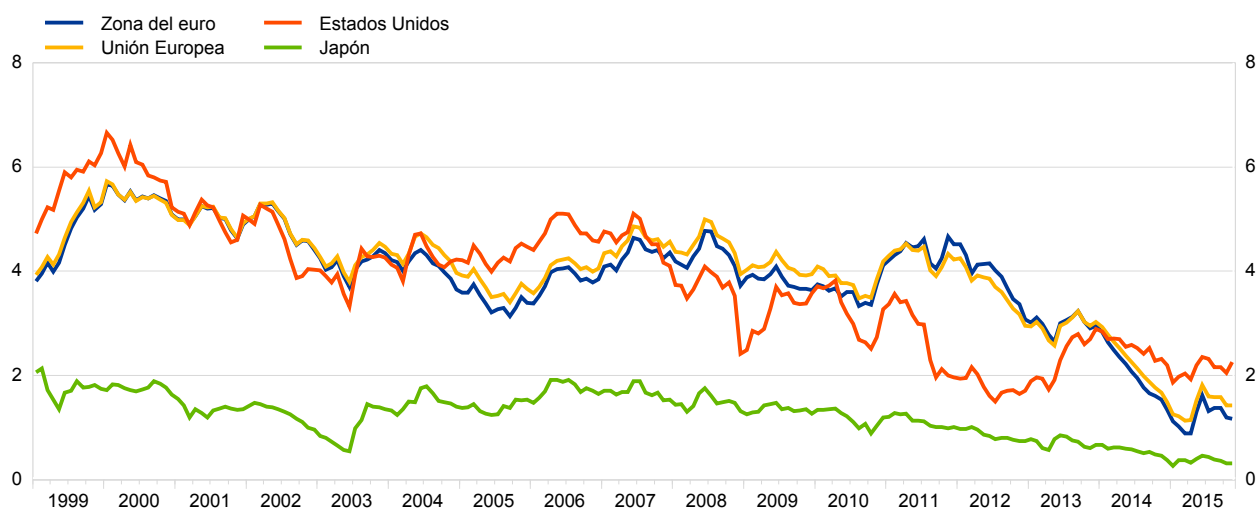
Fuente: Cálculos del BCE basados en datos diarios de los bancos centrales nacionales. Datos de Thomson Reuters para Estados Unidos y Japón.

1) Datos relativos a Chipre, Letonia, Lituania, Malta, Eslovenia, República Checa, Hungría y Polonia disponibles desde enero de 2001. Datos relativos a Bulgaria disponibles desde enero de 2003, a Croacia desde diciembre de 2005 y a Rumanía desde abril de 2005.

2) No hay deuda soberana de Estonia que se ajuste a la definición de los tipos de interés a largo plazo a los efectos de los criterios de convergencia. No se ha identificado ningún indicador aproximado adecuado.

Gráfico 1.3 Rendimientos de la deuda pública a largo plazo¹⁾

(porcentajes; medias mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos diarios de los bancos centrales nacionales. Datos de Thomson Reuters para Estados Unidos y Japón.

1) Datos relativos a Bulgaria disponibles desde enero de 2003, a Croacia desde diciembre de 2005 y a Rumanía desde abril de 2005.

1. Evolución financiera y monetaria

1.4 Índices bursátiles seleccionados (tasas de variación)

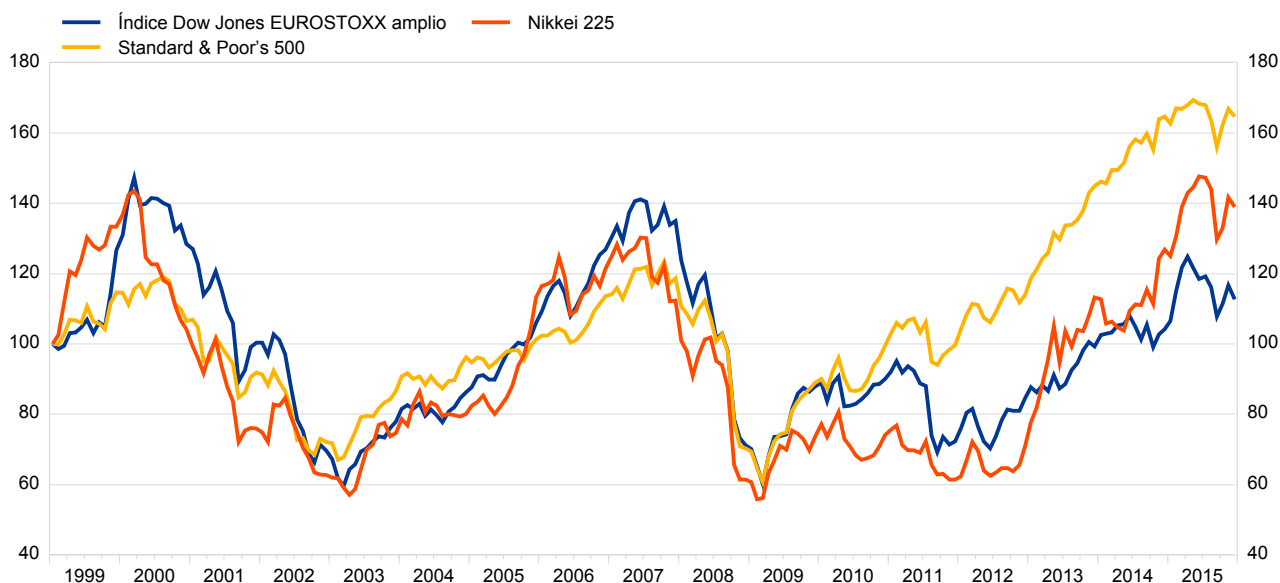
	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica - índice BEL 20	10,8	-42,9	47,3	18,8	18,1	12,4	12,6
Alemania - índice DAX 30	54,4	-30,9	80,3	29,1	25,5	2,7	9,6
Estonia - índice OMXT	616,3	119,0	122,2	38,2	11,4	-7,7	19,1
Irlanda - índice ISEQ	35,4	-53,3	128,3	17,1	33,6	15,1	30,0
Grecia - índice ASE	-88,9	-68,7	-71,3	33,4	28,1	-28,9	-23,6
España - índice IBEX 35	-18,0	-21,0	-20,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2
Francia - índice CAC 40	-22,2	-46,0	17,8	15,2	18,0	-0,5	8,5
Italia - índice FTSEMIB	-49,7	-54,3	-7,9	7,8	16,6	0,2	12,7
Chipre - índice CSE	-93,3	9,4	-95,8	-61,2	-10,1	-17,0	-20,9
Letonia - índice OMXR	281,5	74,1	113,1	6,7	16,2	-11,3	45,7
Lituania - índice OMXV	386,0	79,3	85,7	18,8	18,7	7,3	7,4
Luxemburgo - índice LuxX	-0,5	-29,8	1,4	9,9	16,1	4,9	-8,5
Malta - índice MSE	35,2	-2,1	28,0	3,8	14,8	-9,6	33,0
Países Bajos - índice AEX	-34,2	-63,4	31,8	9,7	17,2	5,6	4,1
Austria - índice ATX	100,1	46,2	-4,0	26,9	6,1	-15,2	11,0
Portugal - índice PSI 20	-55,6	-47,0	-37,2	2,9	16,0	-26,8	10,7
Eslovenia - índice SBITOP	-52,7	-42,0	-29,2	7,8	3,2	19,6	-11,2
Eslovaquia - índice SAX	279,3	366,0	9,5	-10,8	2,9	12,4	31,5
Finlandia - índice OMXH	-41,0	-62,9	33,1	8,3	26,5	5,7	10,8
Zona del euro - Índice DJ EURO STOXX amplio	-17,1	-46,5	25,6	15,5	20,5	1,7	8,0
Bulgaria - índice SOFIX	331,8	236,0	7,9	7,2	42,3	6,2	-11,7
República Checa - índice PX 50	95,3	75,3	-14,4	14,0	-4,8	-4,3	1,0
Dinamarca - índice OMXC 20	296,6	-3,1	201,2	27,2	24,1	20,9	36,2
Croacia - índice CROBEX	44,1	46,9	-15,7	0,0	3,1	-2,7	-3,2
Hungría - índice BUX	171,2	38,8	12,7	7,1	2,2	-10,4	43,8
Polonia - índice WIG	157,0	50,6	16,2	26,2	8,1	0,3	-9,6
Rumanía - índice BET	1.461,6	546,8	49,3	18,7	26,1	9,1	-1,1
Suecia - índice OMXS 30	20,7	-44,8	52,0	11,8	20,7	9,9	-1,2
Reino Unido - índice FTSE 100	-9,9	-36,0	15,3	5,8	14,4	-2,7	-4,9
Estados Unidos - índice S&P 500	39,1	-38,5	83,3	13,4	29,6	11,4	-0,7
Japón - índice Nikkei 225	0,5	-53,2	80,5	22,9	56,7	7,1	9,1

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos diarios de Thomson Reuters Datastream y Bloomberg.

1) Datos relativos a Bulgaria y Letonia disponibles desde el año 2000, a Chipre desde 2004, a Croacia desde 2002 y a Eslovenia desde 2007.

Gráfico 1.4 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(índice: enero 1999 = 100; medias mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos diarios de Thomson Reuters Datastream y Bloomberg.

1. Evolución financiera y monetaria

Gráfico 1.5 Mercados monetarios: tipos de interés de oferta del mercado interbancario a tres meses¹⁾
(porcentajes; medias del período)

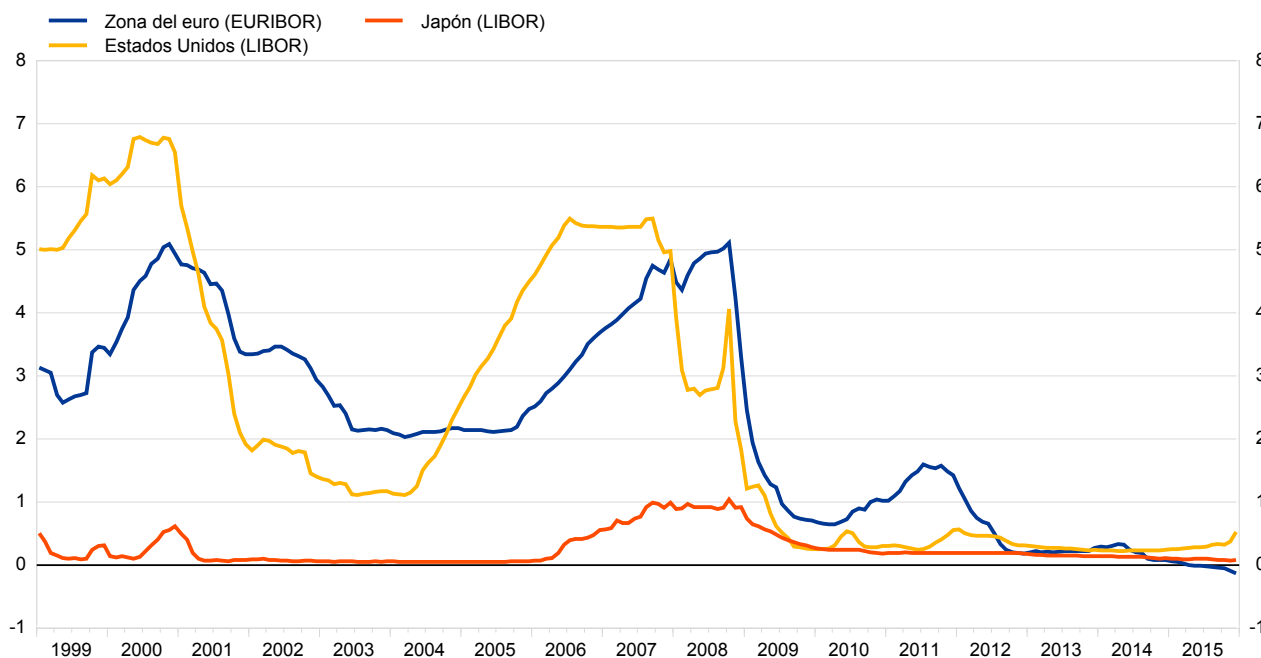
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Zona del euro - EURIBOR	2,23	3,35	0,63	0,57	0,22	0,21	-0,02
Bulgaria - SOFIBOR	3,44	4,57	2,61	2,26	1,14	0,78	0,54
República Checa - PRIBOR	2,58	3,70	0,97	1,00	0,46	0,36	0,31
Dinamarca - CIBOR	2,52	3,64	0,90	0,62	0,27	0,31	-0,12
Croacia - ZIBOR	5,71	7,54	3,09	3,42	1,52	0,97	1,23
Hungría - BUBOR	7,80	9,70	5,10	7,00	4,32	2,41	1,61
Polonia - WIBOR	6,83	9,11	3,58	4,91	3,03	2,52	1,75
Rumanía - ROBOR	16,36	24,65	5,40	5,34	4,23	2,54	1,33
Suecia - STIBOR	2,52	3,44	1,14	2,00	1,19	0,66	-0,20
Reino Unido - LIBOR	2,22	3,36	0,59	0,49	0,15	0,18	-0,02
Estados Unidos - LIBOR	2,35	3,73	0,37	0,43	0,27	0,23	0,31
Japón - LIBOR	0,26	0,29	0,21	0,19	0,15	0,13	0,09

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos diarios de Thomson Reuters y Thomson Reuters Datastream.

1) Tipos de interés de oferta en el mercado interbancario para la moneda de cada área de referencia.

2) Datos relativos a Bulgaria disponibles desde 2003.

Gráfico 1.5 Mercados monetarios: tipos de interés de oferta del mercado interbancario a tres meses
(porcentajes; medias mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos diarios de Thomson Reuters.

1. Evolución financiera y monetaria

1.6 Coste de financiación agregado

(porcentajes, nuevas operaciones, medias del período)

1.6.1 Sociedades no financieras¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3,24	4,24	2,38	2,40	2,28	2,26	2,00
Alemania	3,76	4,75	2,91	2,94	2,57	2,48	2,09
Estonia	-	-	3,77	3,71	3,16	2,97	2,51
Irlanda	4,27	5,10	3,55	3,68	3,60	3,69	3,06
Grecia	5,77	5,78	5,77	6,57	6,25	5,83	5,13
España	3,69	4,21	3,24	3,59	3,58	3,36	2,63
Francia	3,21	4,11	2,43	2,59	2,17	2,10	1,74
Italia	4,14	4,90	3,50	4,13	4,00	3,56	2,59
Chipre	-	-	6,17	6,95	6,30	5,82	4,78
Letonia	-	-	-	-	-	3,51	3,33
Lituania	-	-	-	-	-	-	2,49
Luxemburgo	2,99	4,03	2,09	1,99	1,77	1,65	1,38
Malta	-	-	4,52	4,50	4,48	4,26	3,94
Países Bajos	3,34	4,30	2,52	2,52	2,36	2,32	1,84
Austria	3,19	4,26	2,27	2,27	2,01	1,97	1,82
Portugal	5,25	5,34	5,17	6,25	5,64	5,00	3,96
Eslovenia	4,56	4,36	4,74	4,97	4,85	4,39	3,12
Eslovaquia	-	-	2,96	2,82	2,62	2,66	2,41
Finlandia	3,06	4,05	2,21	2,22	2,08	2,13	1,85
Zona del euro ²⁾	3,69	4,51	2,98	3,21	2,97	2,78	2,23

Fuente: Estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM elaboradas por el BCE.

1) El indicador sintético del coste de financiación de las sociedades no financieras combina los tipos de interés de todos los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, incluidos los descubiertos. Este indicador se obtiene de las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

1.6.2 Préstamos a hogares para adquisición de vivienda¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3,24	4,24	2,38	3,63	3,45	3,17	2,51
Alemania	3,76	4,75	2,91	3,07	2,76	2,50	1,96
Estonia	-	-	3,77	2,96	2,72	2,52	2,30
Irlanda	4,27	5,10	3,55	3,36	3,42	3,44	3,42
Grecia	5,77	5,78	5,77	3,21	2,81	2,93	2,63
España	3,69	4,21	3,24	3,27	2,99	2,93	2,23
Francia	3,21	4,11	2,43	3,76	3,18	2,95	2,31
Italia	4,14	4,90	3,50	3,96	3,69	3,20	2,51
Chipre	-	-	6,17	5,18	4,88	4,42	3,63
Letonia	-	-	-	-	-	3,33	3,08
Lituania	-	-	-	-	-	-	1,87
Luxemburgo	2,99	4,03	2,09	2,23	2,13	2,02	1,86
Malta	-	-	4,52	3,38	3,22	2,93	2,78
Países Bajos	3,34	4,30	2,52	4,29	3,78	3,35	2,90
Austria	3,19	4,26	2,27	2,72	2,39	2,29	2,01
Portugal	5,25	5,34	5,17	3,89	3,25	3,19	2,38
Eslovenia	4,56	4,36	4,74	3,37	3,20	3,21	2,53
Eslovaquia	-	-	2,96	4,74	4,10	3,42	2,74
Finlandia	3,06	4,05	2,21	1,97	2,01	1,81	1,36
Zona del euro ²⁾	3,69	4,51	2,98	3,47	3,07	2,80	2,26

Fuente: Estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM elaboradas por el BCE.

1) El indicador del coste de financiación de los nuevos préstamos a hogares combina los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos a este sector. Este indicador se obtiene de las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

1. Evolución financiera y monetaria

1.7 Tipo de interés agregado de los depósitos

(porcentajes, medias del período)

1.7.1 Sociedades no financieras¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,53	2,79	0,46	0,42	0,34	0,35	0,15
Alemania	1,61	2,86	0,53	0,49	0,24	0,24	0,16
Estonia	-	-	0,72	0,57	0,30	0,31	0,23
Irlanda	1,80	2,75	0,99	1,38	0,57	0,41	0,15
Grecia	-	-	-	-	-	-	-
España	2,13	2,90	1,48	1,90	1,55	0,80	0,36
Francia	1,88	2,89	1,02	1,35	0,81	0,74	0,31
Italia	2,07	2,88	1,37	1,81	1,80	1,22	0,88
Chipre	-	-	2,93	3,93	2,68	2,44	1,72
Letonia	-	-	-	-	-	-	-
Lituania	-	-	0,68	0,65	0,36	0,22	0,17
Luxemburgo	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Países Bajos	-	-	-	0,46	0,19	0,17	0,06
Austria	1,78	2,92	0,80	0,85	0,45	0,44	0,32
Portugal	2,25	2,97	1,63	1,79	1,57	0,96	0,46
Eslovenia	-	-	1,46	2,21	1,66	0,72	0,27
Eslovaquia	-	-	0,61	0,64	0,44	0,39	0,24
Finlandia	1,57	2,80	0,51	0,45	0,29	0,42	0,30
Zona del euro ²⁾	1,84	2,86	0,97	1,21	0,94	0,61	0,32

Fuente: Estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM elaboradas por el BCE.

1) Nuevos depósitos a plazo, excluidos depósitos a la vista y depósitos disponibles con preaviso.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

1.7.2 Hogares¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,94	2,75	1,24	1,25	1,30	1,17	1,00
Alemania	1,90	2,80	1,13	1,33	0,86	0,69	0,47
Estonia	1,79	2,75	0,97	0,92	0,53	0,55	0,58
Irlanda	1,93	2,64	1,32	1,90	0,94	0,64	0,33
Grecia	-	-	-	-	-	-	-
España	2,38	2,89	1,94	2,60	1,83	0,99	0,46
Francia	2,48	2,89	2,12	2,44	2,18	2,19	1,68
Italia	1,94	2,07	1,83	2,98	2,14	1,59	1,20
Chipre	-	-	3,45	4,39	2,95	2,56	1,77
Letonia	-	-	1,33	0,90	0,49	0,50	0,56
Lituania	-	-	1,12	0,96	0,54	0,43	0,28
Luxemburgo	-	-	-	0,68	-	-	-
Malta	-	-	2,13	2,42	2,26	1,83	1,33
Países Bajos	-	-	-	3,01	2,33	2,09	1,92
Austria	1,99	2,89	1,22	1,45	0,89	0,74	0,45
Portugal	2,40	2,67	2,16	3,13	2,16	1,59	0,75
Eslovenia	-	-	2,01	2,70	2,25	1,25	0,58
Eslovaquia	-	-	1,94	2,40	1,71	1,67	1,68
Finlandia	2,14	2,97	1,43	1,56	1,10	1,09	0,96
Zona del euro ²⁾	2,37	2,81	1,98	2,76	1,99	1,35	0,82

Fuente: Estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM elaboradas por el BCE.

1) Nuevos depósitos a plazo, excluidos depósitos a la vista y depósitos disponibles con preaviso.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

1. Evolución financiera y monetaria

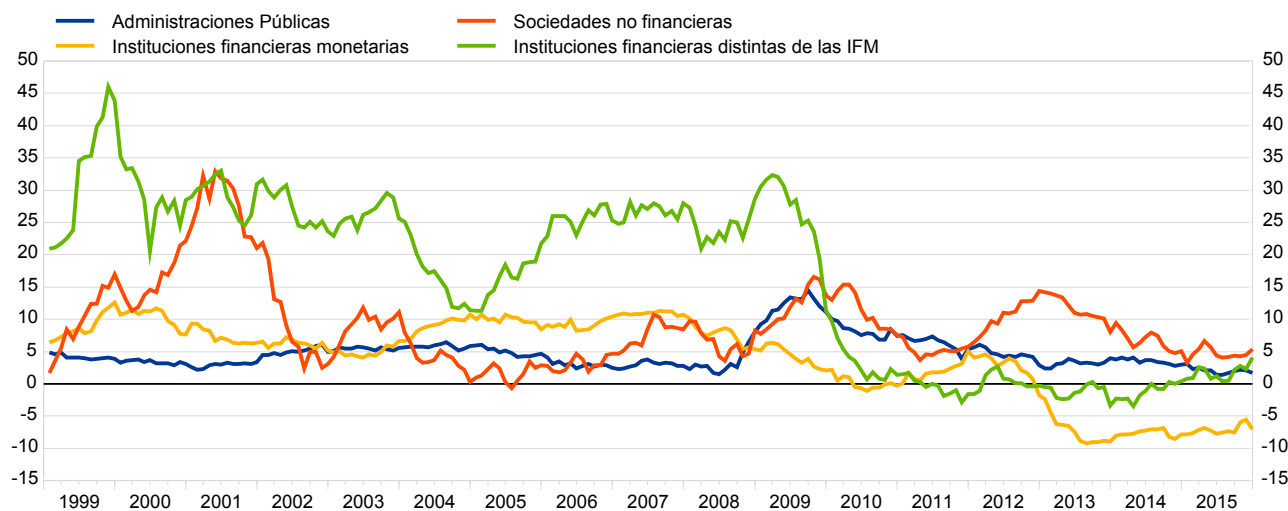
1.8 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro en todas las monedas (tasas de variación interanual; medias del período)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3,3	2,6	2,5	5,6	1,4	1,4	1,3
Alemania	2,2	4,8	-1,5	-1,1	-4,1	-2,6	-0,6
Estonia	-	-	7,8	30,8	9,9	10,4	-0,6
Irlanda	5,8	9,9	-1,6	-2,1	-3,0	-3,5	-0,5
Grecia	4,9	12,6	-7,2	-9,0	-25,6	-11,4	-4,6
España	9,0	15,6	-0,7	5,1	-4,1	-6,9	-4,5
Francia	6,4	8,4	3,4	6,7	0,1	2,7	0,7
Italia	4,4	6,4	0,7	6,5	1,5	-1,3	-3,8
Chipre	-	-	-2,9	-0,3	2,5	-5,6	-2,9
Letonia	-	-	22,1	48,0	34,4	34,9	9,1
Lituania	-	-	1,9	-	-	3,7	-2,1
Luxemburgo	6,4	0,2	14,7	33,6	20,8	13,3	16,1
Malta	-	-	10,2	7,4	6,8	14,3	13,1
Países Bajos	7,6	12,6	0,8	0,2	-0,8	-0,4	1,6
Austria	5,0	9,6	-1,3	-0,3	-2,1	-1,8	-3,1
Portugal	7,2	10,4	0,1	-1,8	-2,0	-7,4	-6,5
Eslovenia	-	-	10,5	-1,6	11,9	29,6	3,6
Eslovaquia	12,3	13,7	10,4	17,5	13,7	7,7	1,6
Finlandia	5,2	3,6	6,6	11,4	8,5	7,2	-1,3
Zona del euro	5,2	7,7	1,1	3,6	-0,6	-0,7	-0,5

Fuente: BCE.

Gráfico 1.8 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1. Evolución financiera y monetaria

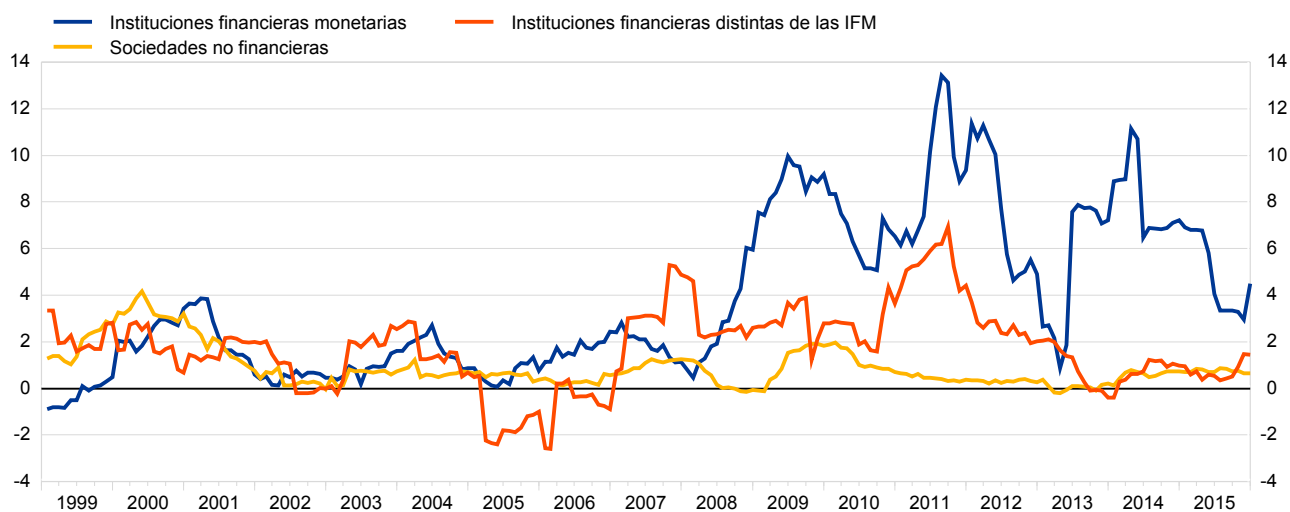
1.9 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (tasas de variación interanual; medias del período)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	-0,3	-0,9	0,4	-0,7	1,0	1,3	1,0
Alemania	1,3	1,4	1,0	0,9	0,3	0,7	0,9
Estonia	-	-	-8,0	-5,8	-4,5	-3,8	-4,8
Irlanda	2,8	1,0	0,8	5,2	-6,1	-0,7	0,3
Grecia	8,1	1,5	19,5	1,8	39,6	35,1	6,8
España	1,2	1,1	1,3	1,1	0,8	0,3	2,5
Francia	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Italia	1,6	1,1	1,9	3,7	0,7	1,4	1,8
Chipre	-	-	16,0	13,8	9,3	13,8	23,1
Letonia	-	-	0,3	0,0	0,0	0,1	0,6
Lituania	-	-	-0,5	-	-	-0,7	-3,9
Luxemburgo	5,3	5,7	5,5	4,7	1,2	5,8	4,2
Malta	-	-	4,1	0,4	2,2	5,1	8,0
Países Bajos	0,3	0,3	0,3	-0,7	-0,6	0,7	0,0
Austria	5,9	8,7	2,4	1,4	1,2	5,2	2,3
Portugal	2,4	2,3	2,5	4,0	2,3	3,2	3,4
Eslovenia	-	-	1,0	0,6	2,8	1,1	0,5
Eslovaquia	-	-	0,6	4,0	-0,1	0,0	-0,1
Finlandia	0,1	-0,5	1,1	0,9	1,4	2,3	0,9
Zona del euro	1,2	1,0	1,2	1,2	0,6	1,3	1,2

Fuente: BCE.

Gráfico 1.9 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro, por sector emisor

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1. Evolución financiera y monetaria

1.10 Agregados monetarios, componentes y contrapartidas¹⁾

(tasas de variación interanual al final de cada año; medias del período; datos desestacionalizados)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Componentes de M3							
M3	5,3	7,5	2,2	3,5	1,0	3,8	4,7
M2	5,6	7,3	3,1	4,5	2,5	3,8	5,2
M1	7,5	7,8	7,1	6,5	5,8	8,1	10,7
Efectivo en circulación	7,5	9,0	5,5	2,4	5,3	6,4	6,7
Depósitos a la vista	7,5	7,6	7,4	7,4	5,9	8,4	11,5
M2-M1 (otros depósitos a corto plazo)	3,3	7,1	-1,9	2,0	-1,8	-2,3	-3,5
Depósitos a plazo hasta dos años	2,5	10,3	-7,7	-2,1	-6,4	-5,4	-9,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	3,8	3,3	4,5	5,9	2,2	0,1	0,5
M3-M2 (instrumentos negociables)	2,3	8,8	-6,2	-6,5	-16,1	4,0	-2,8
Cesiones temporales	0,1	6,2	-8,2	-11,4	-9,2	0,8	-35,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	3,9	9,4	-3,5	-3,9	-10,4	2,6	11,9
Valores representativos de deuda hasta 2 años	-1,2	11,9	-17,2	-9,7	-38,0	18,7	-25,5
Contrapartidas de M3²⁾							
Pasivos de las IFM:							
Tenencias de la Administración Central	3,4	7,2	-1,8	-1,2	-14,7	-2,2	3,0
Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro							
Depósitos a plazo a más de 2 años	4,1	6,6	0,7	-1,5	-1,2	-2,2	-3,0
Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	3,3	5,8	-0,2	-6,1	-0,8	-5,2	-4,6
Valores representativos de deuda a más de 2 años	-2,7	-0,9	-5,3	-8,8	-13,5	2,2	-14,5
Capital y reservas	3,1	7,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,9	-8,4
6,7	7,4	5,7	7,1	3,4	4,6	4,3	
Activos de las IFM:							
Crédito a residentes en la zona del euro	4,5	6,9	1,0	0,5	-2,0	-0,2	2,3
Crédito a las Administraciones Públicas	2,8	0,6	5,9	5,8	-0,7	2,1	7,8
del cual: préstamos	0,5	-0,1	1,3	-0,3	-6,3	1,5	-1,9
Crédito al sector privado ³⁾	5,0	8,7	-0,1	-0,7	-2,3	-0,8	0,8
del cual: préstamos ⁴⁾	4,8	8,4	0,0	-0,5	-2,4	-0,3	0,4

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

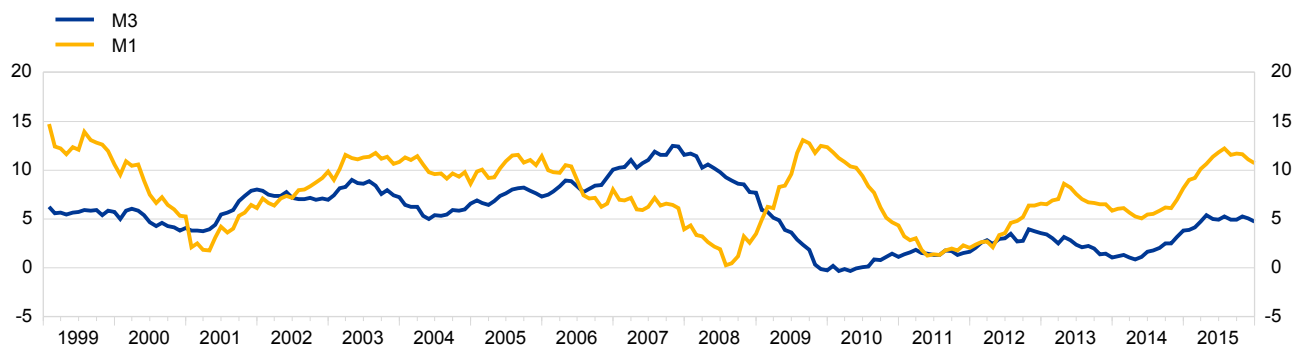
2) En el cuadro solo se presentan contrapartidas seleccionadas de M3, es decir, no se incluyen activos exteriores netos ni «otras contrapartidas» (residual).

3) El sector privado se refiere a instituciones distintas de IFM de la zona del euro, excluidas las Administraciones Públicas.

4) Ajustados de titulaciones y otras transferencias.

Gráfico 1.10 Agregados monetarios¹⁾

(tasas de variación interanual al final de cada mes; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

1. Evolución financiera y monetaria

1.11 Préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual al final de cada año; medias del período; datos sin desestacionalizar)

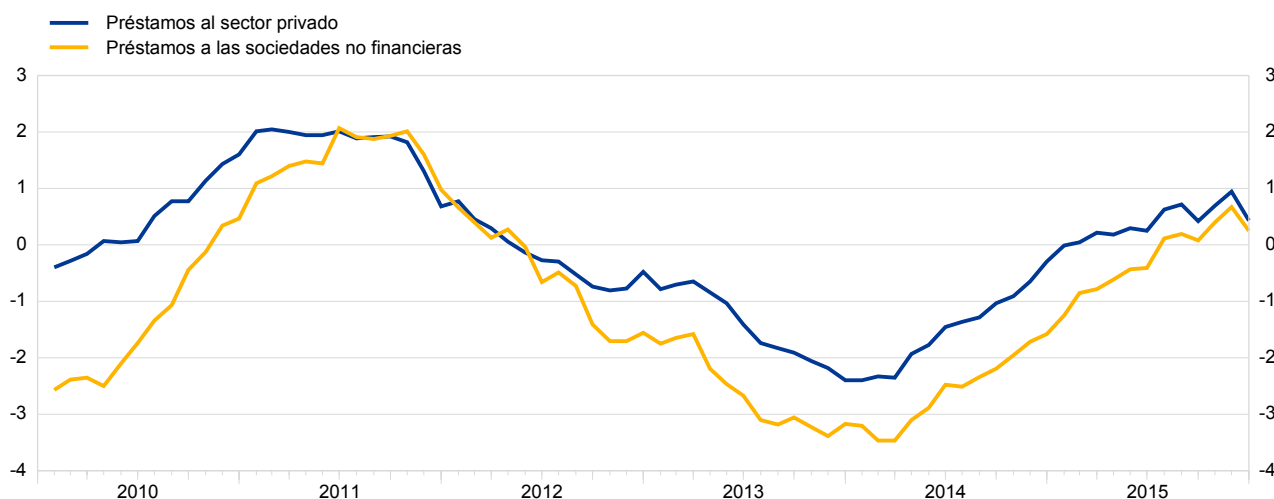
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bélgica	2,2	4,9	2,1	1,3	1,1	0,6	3,0
Alemania	-0,2	-0,8	0,3	0,6	-1,9	-0,5	0,8
Estonia	1,0	-5,1	-4,9	3,1	3,6	3,6	6,4
Irlanda	-5,2	-6,4	-2,4	-4,0	-5,7	-6,6	-6,0
Grecia	-2,7	0,0	-2,4	-6,2	-3,2	-2,8	-1,3
España	-5,0	-0,9	-4,0	-7,6	-10,1	-6,3	-1,0
Francia	2,2	1,5	4,7	1,3	-0,2	2,9	3,2
Italia	-1,0	2,1	2,5	-2,2	-5,5	-2,5	-0,5
Chipre	1,5	2,6	8,2	4,6	-5,7	-0,8	0,7
Letonia	-1,7	-	-5,3	3,3	-0,6	-6,7	1,1
Lituania	-1,4	-9,5	0,3	2,5	-3,2	-1,2	3,3
Luxemburgo	-2,0	-6,8	-5,4	-7,5	-3,0	2,9	9,1
Malta	-3,5	-2,0	2,8	-1,7	-9,1	4,9	-14,7
Países Bajos	-0,1	1,7	3,7	2,8	1,7	-5,0	-5,1
Austria	1,3	1,9	3,8	0,5	-0,2	1,0	0,8
Portugal	-2,9	1,7	-2,7	-5,2	-3,0	-6,8	-1,3
Eslovenia	-6,4	-0,1	-3,4	-4,8	-7,8	-13,9	-7,5
Eslovaquia	2,9	1,6	7,6	-2,3	1,7	1,9	7,3
Finlandia	5,8	4,2	9,9	4,7	5,7	5,0	5,2
Zona del euro	-0,8	0,5	1,0	-1,6	-3,2	-1,6	0,2
Bulgaria	2,9	2,7	6,0	5,4	1,4	2,4	-0,5
República Checa	3,4	1,7	6,3	2,4	2,4	1,7	6,3
Dinamarca	-1,2	-1,9	-4,5	-2,0	1,1	0,5	-0,2
Croacia	-4,7	-	-	-12,3	0,5	-3,4	-3,1
Hungría	-3,2	-3,0	-5,9	-3,6	-1,3	1,8	-7,1
Polonia	5,4	-1,2	14,0	5,8	1,5	5,1	7,9
Rumanía	1,3	9,4	9,9	1,2	-5,7	-3,5	-2,6
Suecia	3,1	3,4	6,6	2,3	1,0	2,6	2,8
Reino Unido	-4,6	-7,1	-5,7	-5,1	-5,6	-3,4	-0,4

Fuente: BCE.

1) Los datos relativos a los países de la zona del euro se refieren a préstamos concedidos por otras IFM a sociedades no financieras de la zona del euro, mientras que los datos relativos a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro se refieren a préstamos otorgados a sociedades no financieras nacionales. Los datos relativos a los países de la zona del euro están ajustados de ajustados de titulaciones y otras transferencias.

Gráfico 1.11 Préstamos concedidos por las IFM al sector privado y a las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual al final de cada mes; datos desestacionalizados y ajustados de titulaciones y otras transferencias)



Fuente: BCE.

1) El sector privado se refiere a las instituciones distintas de las IFM de la zona del euro, excluidas las Administraciones Públicas.

1. Evolución financiera y monetaria

1.12 Préstamos concedidos por las IFM a los hogares¹⁾

(tasas de variación interanual al final de cada año; medias del período; datos sin desestacionalizar)

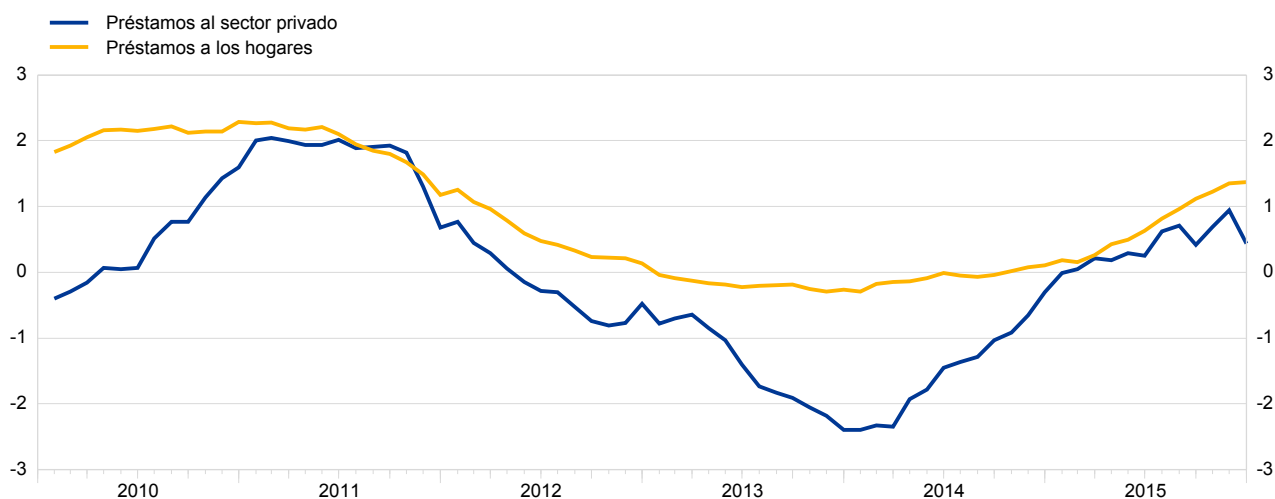
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bélgica	4,3	6,3	5,3	4,1	2,2	3,8	4,3
Alemania	1,3	0,7	0,7	1,3	1,2	1,5	2,8
Estonia	-0,1	-3,0	-2,2	-2,3	0,4	2,5	3,9
Irlanda	-4,0	-5,4	-3,8	-3,8	-3,9	-3,6	-3,6
Grecia	-3,0	-0,6	-4,3	-4,2	-3,0	-3,0	-2,8
España	-2,9	-0,1	-2,7	-3,8	-4,7	-3,8	-2,2
Francia	3,5	6,1	4,5	2,5	2,6	1,9	3,5
Italia	1,1	5,0	3,4	-0,5	-1,3	-0,5	0,8
Chipre	1,1	9,1	4,7	1,7	-4,6	-2,7	-1,0
Letonia	-4,5	-	-6,2	-5,3	-4,8	-3,9	-2,5
Lituania	-0,4	-5,2	-1,7	-1,5	0,0	1,5	4,9
Luxemburgo	4,3	2,2	5,2	5,6	3,9	4,1	4,9
Malta	5,8	6,5	6,2	4,4	4,3	6,8	6,5
Países Bajos	-0,3	1,6	0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-0,7
Austria	1,1	0,7	1,5	0,6	0,6	1,1	1,9
Portugal	-2,5	2,1	-2,2	-4,4	-4,1	-3,5	-2,6
Eslovenia	0,7	8,0	1,7	-1,7	-2,8	-1,5	0,6
Eslovaquia	11,7	12,5	11,1	10,3	10,3	13,2	13,1
Finlandia	3,9	6,1	5,6	4,9	2,1	1,9	2,7
Zona del euro	0,8	2,3	1,2	0,1	-0,3	0,1	1,4
Bulgaria	-0,1	0,2	0,3	-0,3	0,4	-1,0	-0,3
República Checa	5,7	7,2	6,4	4,5	5,0	4,5	6,8
Dinamarca	0,4	1,4	0,8	0,6	-1,6	0,2	0,8
Croacia	-1,4	-	-	-1,5	-1,3	-1,0	-1,7
Hungría	-8,7	-4,4	-16,7	-6,0	-5,8	-7,1	-12,0
Polonia	5,4	10,3	2,7	7,0	3,9	4,1	4,6
Rumanía	1,5	3,6	4,6	-2,0	-1,4	0,3	4,1
Suecia	6,0	8,0	5,3	4,4	4,9	5,8	7,5
Reino Unido	0,2	-5,6	-0,2	0,6	0,6	2,8	3,3

Fuente: BCE.

1) Los datos relativos a los países de la zona del euro se refieren a préstamos concedidos por otras IFM a hogares de la zona del euro, mientras que los datos relativos a los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro se refieren a préstamos otorgados a hogares nacionales. Los datos relativos a los países de la zona del euro están ajustados de titulaciones y otras transferencias.

Gráfico 1.12 Préstamos concedidos por las IFM al sector privado y a los hogares¹⁾

(tasas de variación interanual al final de cada mes; datos desestacionalizados y ajustados de titulaciones y otras transferencias)



Fuente: BCE.

1) El sector privado se refiere a las instituciones distintas de las IFM de la zona del euro, excluidas las Administraciones Públicas.

2. Actividad económica

2.1 PIB

(volumenes encadenados; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,7	2,3	0,6	0,2	0,0	1,3	.
Alemania	1,3	1,6	0,8	0,4	0,3	1,6	1,7
Estonia	3,7	5,7	0,5	5,2	1,6	2,9	.
Irlanda	3,7	5,6	0,6	0,2	1,4	5,2	.
Grecia	0,3	3,5	-4,8	-7,3	-3,2	0,7	.
España	1,7	3,6	-1,3	-2,6	-1,7	1,4	.
Francia	1,4	2,0	0,5	0,2	0,7	0,2	1,1
Italia	0,2	1,2	-1,4	-2,8	-1,7	-0,4	.
Chipre	1,9	4,2	-1,9	-2,4	-5,9	-2,5	.
Letonia	3,8	6,6	-0,7	4,0	3,0	2,4	.
Lituania	3,8	6,1	0,5	3,8	3,5	3,0	1,6
Luxemburgo	2,7	3,4	1,7	-0,8	4,3	4,1	.
Malta	2,4	2,4	2,3	2,9	4,0	4,1	.
Países Bajos	1,5	2,5	0,1	-1,1	-0,5	1,0	1,9
Austria	1,6	2,4	0,4	0,8	0,3	0,4	0,9
Portugal	0,5	1,6	-1,2	-4,0	-1,1	0,9	.
Eslovenia	2,2	4,3	-1,2	-2,7	-1,1	3,0	.
Eslovaquia	3,6	5,0	1,3	1,5	1,4	2,5	.
Finlandia	1,7	3,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,7	.
Zona del euro	1,2	2,1	-0,2	-0,9	-0,3	0,9	.
Bulgaria	3,0	4,8	0,1	0,2	1,3	1,5	.
República Checa	2,5	4,0	0,0	-0,9	-0,5	2,0	.
Dinamarca	1,0	1,7	-0,3	-0,1	-0,2	1,3	.
Croacia	1,5	3,7	-2,2	-2,2	-1,1	-0,4	.
Hungría	2,1	3,4	-0,1	-1,7	1,9	3,7	.
Polonia	3,7	4,2	2,9	1,6	1,3	3,3	.
Rumanía	3,3	5,4	0,0	0,6	3,5	3,0	.
Suecia	2,3	3,0	1,1	-0,3	1,2	2,3	.
Reino Unido	2,0	2,6	1,1	1,2	2,2	2,9	2,2
Unión Europea	1,5	2,3	0,1	-0,5	0,2	1,4	.
Estados Unidos	2,1	2,6	1,4	2,2	1,5	2,4	2,4
Japón	0,8	1,1	0,3	1,7	1,4	0,0	.

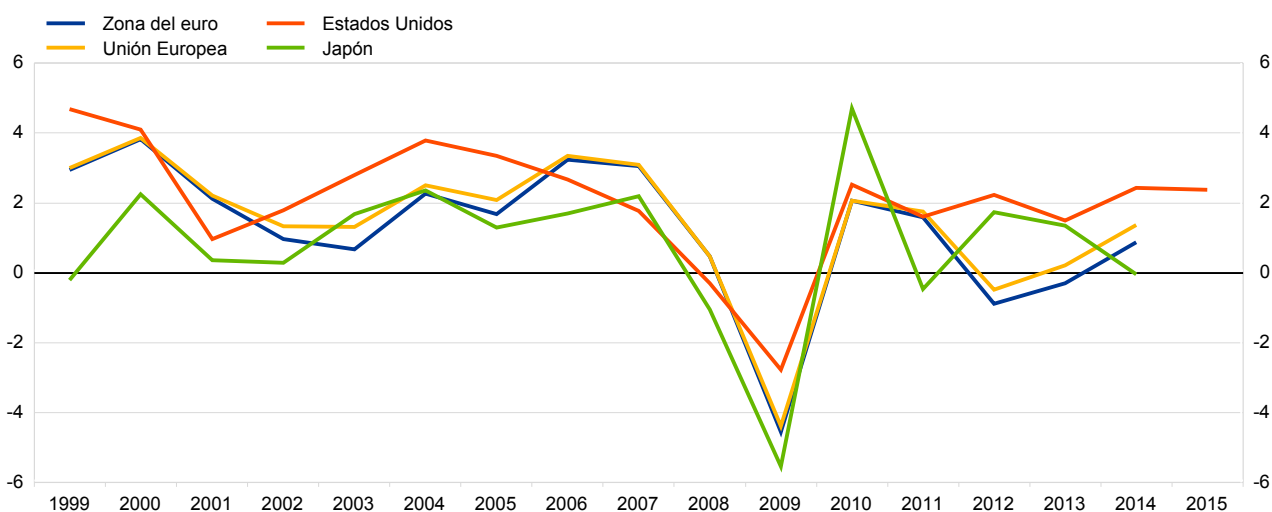
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.1 PIB

(volumenes encadenados; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.2 Consumo privado

(volumenes encadenados; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ¹⁾²⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,2	1,4	0,9	0,6	0,9	0,4	.
Alemania	0,9	0,9	0,9	1,0	0,6	0,9	1,9
Estonia	3,9	6,6	-0,5	4,4	3,8	3,5	.
Irlanda	3,1	5,5	-0,8	-1,0	0,1	2,1	.
Grecia	0,4	3,7	-4,7	-8,0	-2,3	0,5	.
España	1,3	3,3	-1,9	-3,5	-3,1	1,2	.
Francia	1,6	2,3	0,7	-0,2	0,4	0,6	1,4
Italia	0,2	1,0	-1,1	-3,9	-2,7	0,4	.
Chipre	2,7	5,4	-1,6	-0,8	-5,9	0,6	.
Letonia	3,9	6,5	-0,3	3,2	5,1	2,3	.
Lituania	4,6	8,1	-1,0	3,6	4,3	4,1	.
Luxemburgo	2,2	2,3	2,0	2,7	0,9	3,7	.
Malta	1,6	1,7	1,5	-0,2	2,0	2,8	.
Países Bajos	0,8	1,6	-0,4	-1,2	-1,4	0,0	1,6
Austria	1,3	1,8	0,6	0,6	0,1	0,0	0,4
Portugal	0,7	2,0	-1,4	-5,5	-1,2	2,2	.
Eslovenia	1,7	3,1	-0,7	-2,5	-4,1	0,7	.
Eslovaquia	2,9	4,6	0,1	-0,4	-0,8	2,3	.
Finlandia	2,2	3,2	0,6	0,3	-0,5	0,6	.
Zona del euro	1,0	1,8	-0,3	-1,2	-0,7	0,8	.
Bulgaria	4,6	7,3	0,2	3,3	-1,4	2,7	.
República Checa	2,1	3,3	0,2	-1,5	0,7	1,5	.
Dinamarca	0,9	1,7	-0,3	0,4	-0,1	0,5	.
Croacia	1,2	3,5	-2,4	-3,0	-1,8	-0,7	.
Hungría	1,7	3,7	-1,5	-2,2	0,3	1,8	.
Polonia	3,3	4,0	2,1	0,7	0,2	2,5	.
Rumanía	4,7	7,9	-0,5	1,2	0,7	3,8	.
Suecia	2,4	2,7	1,8	0,8	1,9	2,2	.
Reino Unido	2,2	3,2	0,5	1,8	1,9	2,5	.
Unión Europea	1,4	2,2	0,0	-0,6	-0,1	1,3	.
Estados Unidos	2,5	3,1	1,6	1,5	1,7	2,7	3,1
Japón	0,9	0,9	0,9	2,3	1,7	-0,9	.

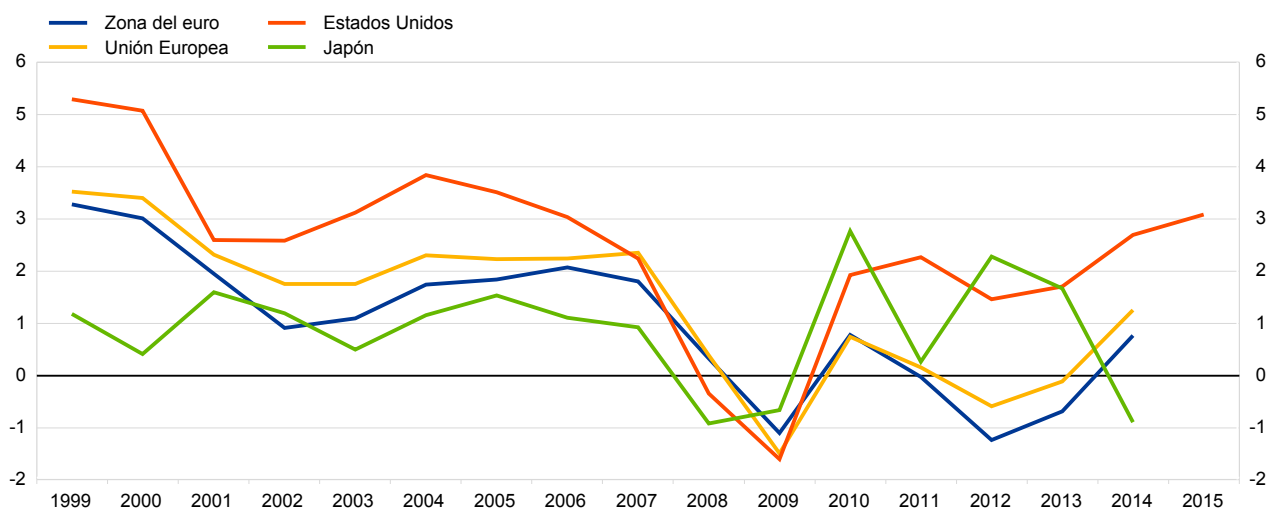
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.2 Consumo privado

(volumenes encadenados; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.3 Consumo público

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,5	1,9	0,9	1,5	-0,1	0,6	.
Alemania	1,3	1,0	1,7	1,3	0,8	1,7	2,8
Estonia	2,2	3,0	1,0	3,6	1,5	3,0	.
Irlanda	2,8	5,3	-1,1	-1,2	0,0	4,0	.
Grecia	0,6	3,5	-4,1	-6,0	-6,5	-2,6	.
España	2,9	5,0	-0,4	-4,5	-2,8	0,0	.
Francia	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5
Italia	0,7	1,4	-0,5	-1,4	-0,3	-0,7	.
Chipre	1,6	3,8	-2,0	-3,7	-4,1	-9,0	.
Letonia	1,1	2,8	-1,7	0,3	1,6	4,9	.
Lituania	0,8	1,4	-0,2	1,3	1,0	1,3	.
Luxemburgo	3,4	3,3	3,4	3,6	3,9	4,5	.
Malta	2,7	2,8	2,7	6,3	0,2	7,8	.
Países Bajos	2,3	3,4	0,6	-1,3	0,1	0,3	0,0
Austria	1,3	1,7	0,7	0,2	0,6	0,8	1,0
Portugal	0,8	2,2	-1,4	-3,3	-2,0	-0,5	.
Eslovenia	1,8	3,2	-0,5	-2,3	-1,5	-0,1	.
Eslovaquia	2,6	3,0	1,9	-2,6	2,2	5,9	.
Finlandia	1,2	1,6	0,4	0,5	1,1	-0,3	.
Zona del euro	1,5	2,0	0,6	-0,2	0,2	0,9	.
Bulgaria	2,2	4,5	-1,5	-0,5	2,3	0,1	.
República Checa	1,4	2,1	0,5	-1,8	2,4	1,8	.
Dinamarca	1,4	2,0	0,4	0,0	-0,7	0,2	.
Croacia	1,1	2,0	-0,4	-1,0	0,3	-1,9	.
Hungría	1,5	1,9	0,8	-1,5	2,4	2,9	.
Polonia	3,3	4,1	1,9	-0,4	2,2	4,9	.
Rumanía	0,4	1,2	-0,8	0,4	-4,6	0,3	.
Suecia	1,0	0,7	1,4	1,1	1,3	1,3	.
Reino Unido	2,2	2,9	1,0	1,8	0,5	2,5	.
Unión Europea	1,6	2,1	0,7	0,1	0,3	1,1	.
Estados Unidos	1,1	2,1	-0,3	-0,9	-2,5	-0,5	0,4
Japón	1,8	2,0	1,5	1,7	1,9	0,1	.

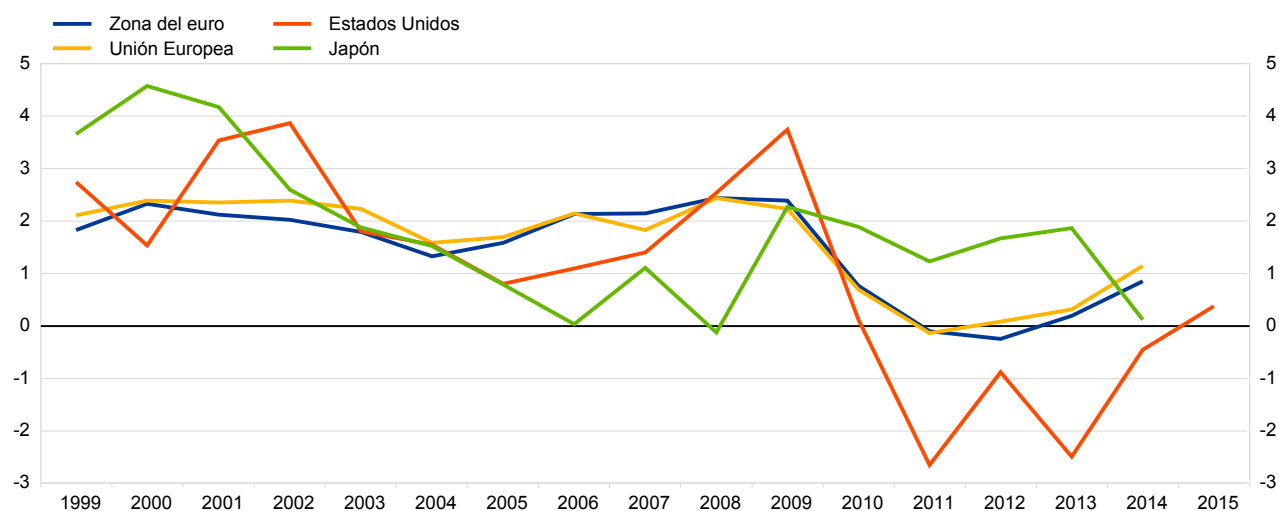
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.3 Consumo público

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.4 Formación bruta de capital

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,9	3,6	-0,7	-3,5	-4,7	6,2	.
Alemania	0,2	0,8	-0,5	-8,2	1,5	2,0	-0,5
Estonia	4,7	7,7	-0,1	18,5	-0,8	5,9	.
Irlanda	2,4	5,1	-2,0	6,8	-5,1	16,5	.
Grecia	-3,3	4,4	-14,9	-24,0	-10,8	9,9	.
España	0,9	5,3	-6,1	-8,1	-3,6	4,8	.
Francia	1,6	3,4	-0,8	-2,5	0,4	-0,3	1,1
Italia	-0,9	2,4	-6,2	-14,9	-5,3	-4,1	.
Chipre	-0,1	8,3	-12,7	-16,2	-23,5	1,5	.
Letonia	3,8	11,1	-7,3	-1,1	-4,3	-5,5	.
Lituania	2,7	8,9	-6,7	-12,2	1,8	0,4	.
Luxemburgo	2,9	4,3	1,2	-2,1	-3,0	10,0	.
Malta	0,0	0,9	-1,1	-4,4	1,1	4,9	.
Países Bajos	0,6	2,3	-1,7	-6,2	-5,2	2,7	6,8
Austria	0,6	1,7	-1,0	-0,3	-2,2	-1,6	-0,8
Portugal	-2,5	0,4	-7,2	-18,1	-5,1	5,5	.
Eslovenia	0,5	6,9	-9,2	-17,5	2,7	5,7	.
Eslovaquia	0,9	3,6	-3,4	-14,0	1,5	2,6	.
Finlandia	0,9	3,2	-2,8	-6,4	-4,9	-0,4	.
Zona del euro	0,5	2,6	-3,0	-7,5	-1,8	1,3	.
Bulgaria	5,8	14,7	-7,6	2,5	-3,3	4,4	.
República Checa	2,2	5,4	-3,1	-4,1	-5,0	4,4	.
Dinamarca	0,8	2,5	-2,0	1,6	0,4	4,6	.
Croacia	1,3	7,9	-8,9	-6,5	-0,4	-4,7	.
Hungría	0,2	2,2	-3,1	-7,2	3,8	11,3	.
Polonia	3,5	4,7	1,6	-3,9	-5,8	12,6	.
Rumanía	5,5	12,2	-4,7	-4,8	0,5	3,2	.
Suecia	3,0	4,3	0,8	-5,0	1,6	8,0	.
Reino Unido	1,7	1,1	2,8	2,1	8,4	6,7	.
Unión Europea	0,8	2,6	-2,1	-6,0	-0,4	2,7	.
Estados Unidos	1,6	1,9	1,6	6,9	2,7	4,3	4,4
Japón	-0,8	-0,7	-1,1	4,5	1,4	2,4	.

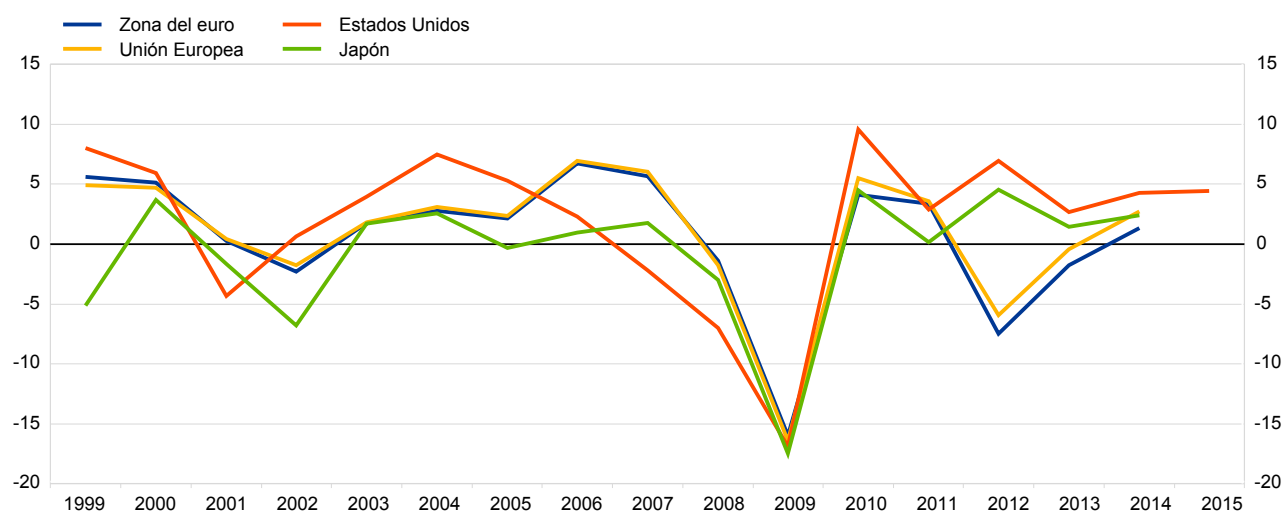
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.4 Formación bruta de capital

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.5 Exportaciones de bienes y servicios

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3,8	4,6	2,5	1,8	1,6	5,4	.
Alemania	5,4	7,2	2,8	2,8	1,6	4,0	5,4
Estonia	6,5	7,0	5,6	6,2	4,7	1,8	.
Irlanda	6,5	8,0	3,9	2,1	2,5	12,1	.
Grecia	4,3	7,5	-0,9	1,2	2,2	7,5	.
España	3,7	4,5	2,5	1,1	4,3	5,1	.
Francia	3,2	3,8	2,3	2,5	1,7	2,4	5,9
Italia	2,0	2,9	0,4	2,3	0,8	3,1	.
Chipre	1,4	1,8	0,7	-1,1	1,8	-0,5	.
Letonia	6,7	8,4	4,0	9,8	1,1	3,1	.
Lituania	8,7	9,6	7,1	12,2	9,6	3,0	.
Luxemburgo	4,8	6,8	2,3	0,2	6,9	6,8	.
Malta	4,7	6,2	2,7	6,7	0,8	0,0	.
Países Bajos	4,3	5,3	2,7	3,8	2,1	4,0	4,2
Austria	4,1	6,2	1,3	1,7	0,8	2,1	1,8
Portugal	4,0	4,4	3,2	3,4	7,0	3,9	.
Eslovenia	5,9	8,8	1,2	0,6	3,1	5,8	.
Eslovaquia	9,5	12,6	4,4	9,3	6,2	3,6	.
Finlandia	3,6	7,1	-2,1	1,2	1,1	-0,9	.
Zona del euro	4,2	5,5	2,1	2,6	2,1	4,1	.
Bulgaria	3,8	3,7	4,0	0,8	9,2	-0,1	.
República Checa	8,7	11,4	4,3	4,3	0,0	8,9	.
Dinamarca	3,7	5,7	0,6	0,6	0,9	3,1	.
Croacia	4,2	6,5	0,5	-0,1	3,1	7,3	.
Hungría	9,0	13,0	2,8	-1,8	6,4	7,6	.
Polonia	7,4	8,8	5,1	4,6	6,1	6,4	.
Rumanía	9,8	10,9	8,2	1,0	19,7	8,6	.
Suecia	3,9	5,7	0,9	1,0	-0,8	3,5	.
Reino Unido	3,1	4,4	0,9	0,7	1,2	1,2	.
Unión Europea	4,3	5,7	2,1	2,3	2,2	4,1	.
Estados Unidos	3,7	4,4	2,8	3,4	2,8	3,4	1,1
Japón	4,1	6,3	0,5	-0,2	1,2	8,3	.

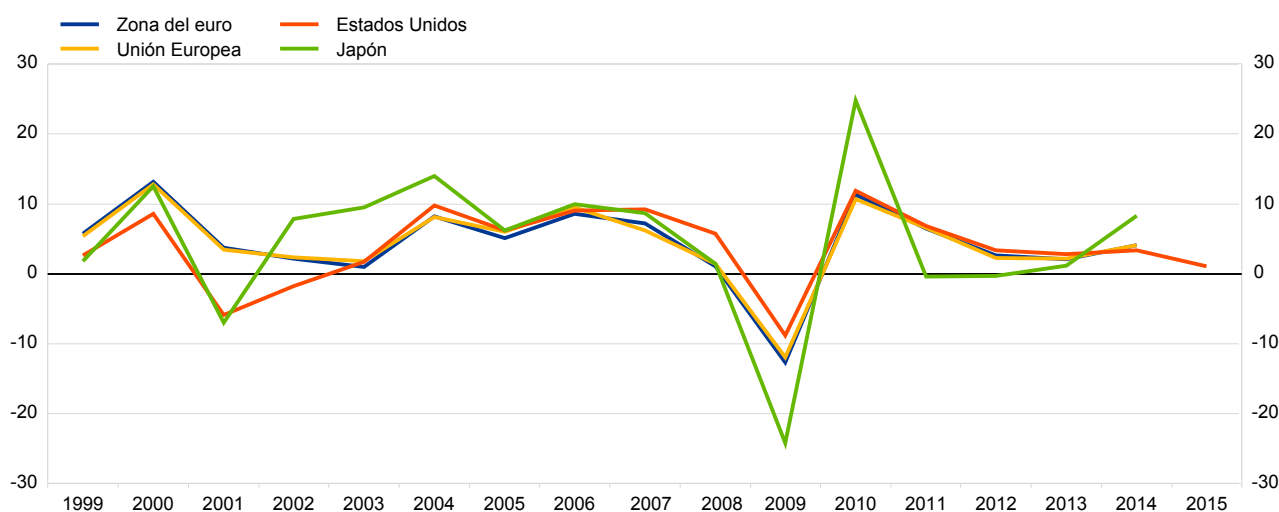
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.5 Exportaciones de bienes y servicios

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.6 Importaciones de bienes y servicios (volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	3,7	4,4	2,5	1,4	0,8	5,9	.
Alemania	4,5	5,6	3,0	-0,3	3,1	3,7	5,7
Estonia	6,8	8,4	4,0	11,7	4,5	1,4	.
Irlanda	5,7	7,5	2,6	2,9	0,0	14,7	.
Grecia	1,9	7,2	-6,5	-9,1	-1,9	7,7	.
España	3,0	6,3	-2,4	-6,2	-0,3	6,4	.
Francia	4,1	5,2	2,5	0,7	1,7	3,8	6,4
Italia	1,6	3,5	-1,6	-8,1	-2,5	2,9	.
Chipre	1,7	4,6	-3,1	-4,4	-3,0	2,0	.
Letonia	5,4	8,8	-0,1	5,4	-0,2	0,8	.
Lituania	7,8	11,0	2,6	6,6	9,3	2,9	.
Luxemburgo	5,3	7,2	2,7	1,5	5,7	8,0	.
Malta	4,0	5,6	1,9	5,2	-0,8	-0,1	.
Países Bajos	4,1	5,3	2,4	2,7	0,9	4,0	4,9
Austria	3,4	4,9	1,2	1,1	0,0	1,3	1,6
Portugal	2,2	4,0	-0,7	-6,3	4,7	7,2	.
Eslovenia	4,7	8,4	-1,3	-3,7	1,7	4,0	.
Eslovaquia	7,2	10,2	2,3	2,5	5,1	4,3	.
Finlandia	4,0	7,0	-0,7	1,6	0,5	0,0	.
Zona del euro	3,8	5,4	1,1	-1,0	1,3	4,5	.
Bulgaria	7,3	12,0	-0,2	4,5	4,9	1,5	.
República Checa	8,0	10,9	3,5	2,7	0,1	9,8	.
Dinamarca	4,1	6,5	0,1	1,8	1,1	3,3	.
Croacia	3,3	7,3	-3,1	-3,0	3,1	4,3	.
Hungría	7,9	12,0	1,5	-3,5	6,3	8,5	.
Polonia	6,0	7,9	2,8	-0,3	1,7	10,0	.
Rumanía	10,6	16,0	2,3	-1,8	8,8	8,9	.
Suecia	3,8	5,0	1,7	0,5	-0,1	6,3	.
Reino Unido	3,5	5,0	1,2	2,9	2,8	2,4	.
Unión Europea	4,0	5,7	1,2	-0,3	1,6	4,7	.
Estados Unidos	3,9	5,1	2,1	2,2	1,1	3,8	5,0
Japón	3,3	3,8	2,4	5,3	3,1	7,2	.

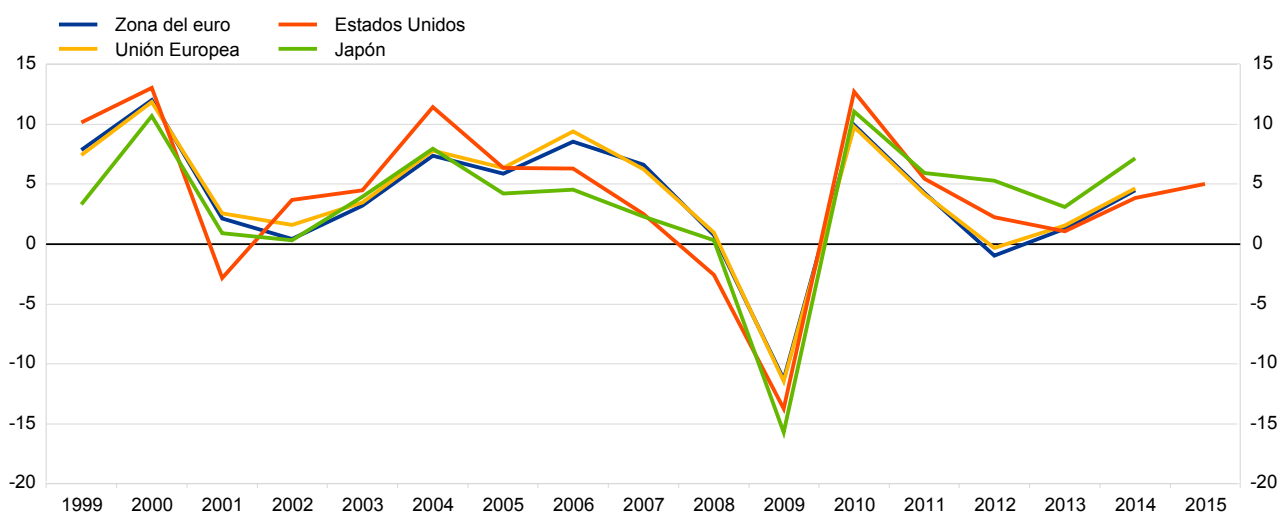
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.6 Importaciones de bienes y servicios

(volúmenes encadenados; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.7 PIB nominal

(precios corrientes, mm de euros)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	327,2	296,2	379,0	387,4	392,7	400,6	.
Alemania	2.476,0	2.283,0	2.751,6	2.754,9	2.820,8	2.915,7	3.026,6
Estonia	12,8	10,2	17,1	18,0	19,0	20,0	.
Irlanda	159,6	150,0	175,5	174,8	179,4	189,0	.
Grecia	192,7	186,3	203,3	191,2	180,4	177,6	.
España	927,2	849,0	1.057,6	1.042,9	1.031,3	1.041,2	.
Francia	1.850,8	1.694,7	2.073,7	2.086,9	2.116,6	2.132,4	2.183,3
Italia	1.489,7	1.418,1	1.608,9	1.614,7	1.606,9	1.613,9	.
Chipre	15,6	13,8	18,7	19,5	18,1	17,4	.
Letonia	16,3	13,5	20,8	22,0	22,8	23,6	.
Lituania	24,8	19,3	32,6	33,3	35,0	36,4	37,2
Luxemburgo	34,6	29,2	42,8	43,6	46,5	48,9	.
Malta	5,9	5,1	7,1	7,2	7,7	8,1	.
Países Bajos	574,7	524,2	646,9	645,2	650,9	662,8	677,8
Austria	272,1	242,9	313,7	317,1	322,9	329,3	337,1
Portugal	159,2	150,4	173,9	168,4	170,3	173,4	.
Eslovenia	31,1	27,9	36,4	36,0	35,9	37,3	.
Eslovaquia	49,2	36,4	70,6	72,4	73,8	75,6	.
Finlandia	172,2	158,3	195,5	199,8	202,7	205,2	.
Zona del euro	8.724,2	8.107,7	9.751,8	9.835,2	9.933,5	10.108,1	.
Bulgaria	29,0	22,1	40,4	41,7	41,9	42,8	.
República Checa	121,7	100,6	156,8	160,7	156,9	154,7	.
Dinamarca	219,6	202,8	247,8	252,9	255,2	260,6	.
Croacia	38,4	34,6	44,2	43,9	43,5	43,0	.
Hungría	86,0	77,9	99,6	99,1	101,3	104,2	.
Polonia	312,1	257,9	375,3	389,6	394,7	410,8	.
Rumanía	96,0	72,8	134,6	133,5	144,2	150,2	.
Suecia	338,6	304,3	395,7	423,4	435,8	430,7	.
Reino Unido	1.876,1	1.831,7	1.950,1	2.054,3	2.043,2	2.254,7	.
Unión Europea	11.816,0	10.988,4	13.195,4	13.433,2	13.549,9	13.958,4	.
Estados Unidos	11.049,8	10.584,4	11.825,5	12.574,2	12.546,4	13.058,4	16.167,3
Japón	3.947,7	3.934,3	3.970,1	4.637,8	3.694,8	3.470,5	.

Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Croacia, Luxemburgo y Malta disponibles desde 2000 y a Polonia desde 2002.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

2. Actividad económica

2.8 PIB per cápita

(precios corrientes; PPA¹⁾ en miles de euros)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	28,5	26,7	31,7	32,2	32,4	32,4	33,0
Alemania	28,7	26,3	32,9	33,5	34,0	34,3	35,3
Estonia	14,4	12,1	18,6	18,7	19,6	20,4	20,7
Irlanda	32,3	30,6	35,4	35,6	35,6	36,5	37,6
Grecia	20,7	20,4	21,8	20,8	19,8	19,9	20,0
España	23,3	22,1	25,8	25,4	25,2	25,4	25,6
Francia	26,2	24,7	28,8	29,1	29,1	29,3	30,0
Italia	25,6	24,8	27,3	27,7	27,3	27,1	27,0
Chipre	23,0	21,6	25,9	25,8	25,4	24,2	23,7
Letonia	12,8	11,3	15,6	15,1	16,3	17,2	17,6
Lituania	13,2	10,6	17,7	17,6	18,8	20,0	20,6
Luxemburgo	62,4	57,3	69,8	70,9	71,1	72,7	75,0
Malta	19,9	18,3	22,8	22,6	23,0	23,9	24,1
Países Bajos	32,3	30,3	36,2	36,2	36,2	36,4	36,7
Austria	30,3	28,2	34,1	34,4	35,0	35,2	35,6
Portugal	18,8	17,5	21,2	21,0	20,6	21,6	21,9
Eslovenia	20,7	19,8	22,5	22,2	22,2	22,4	23,1
Eslovaquia	13,6	10,2	19,7	19,6	20,1	20,7	21,4
Finlandia	27,6	25,8	31,0	31,4	31,3	31,3	30,8
Zona del euro	25,9	24,3	28,9	29,1	29,1	29,3	29,8
Bulgaria	9,3	7,7	12,1	12,2	12,4	12,5	12,8
República Checa	19,0	17,3	22,1	22,3	22,3	22,6	23,4
Dinamarca	30,0	27,9	33,5	33,8	34,3	34,5	35,0
Croacia	14,3	13,1	16,2	16,0	16,4	16,6	16,4
Hungría	14,8	13,2	17,6	17,6	17,6	18,3	19,0
Polonia	13,2	11,0	16,9	17,4	18,0	18,4	18,8
Rumanía	9,7	7,5	13,8	13,7	14,3	14,9	15,0
Suecia	30,1	28,1	33,7	34,1	34,2	34,8	34,8
Reino Unido	27,8	26,9	29,5	28,5	29,3	30,2	30,6
Unión Europea	23,9	22,2	26,9	26,9	27,1	27,5	28,0
Estados Unidos	36,4	34,7	39,4	38,8	40,0	41,0	41,9
Japón	25,4	24,4	27,1	26,8	27,8	28,2	28,0

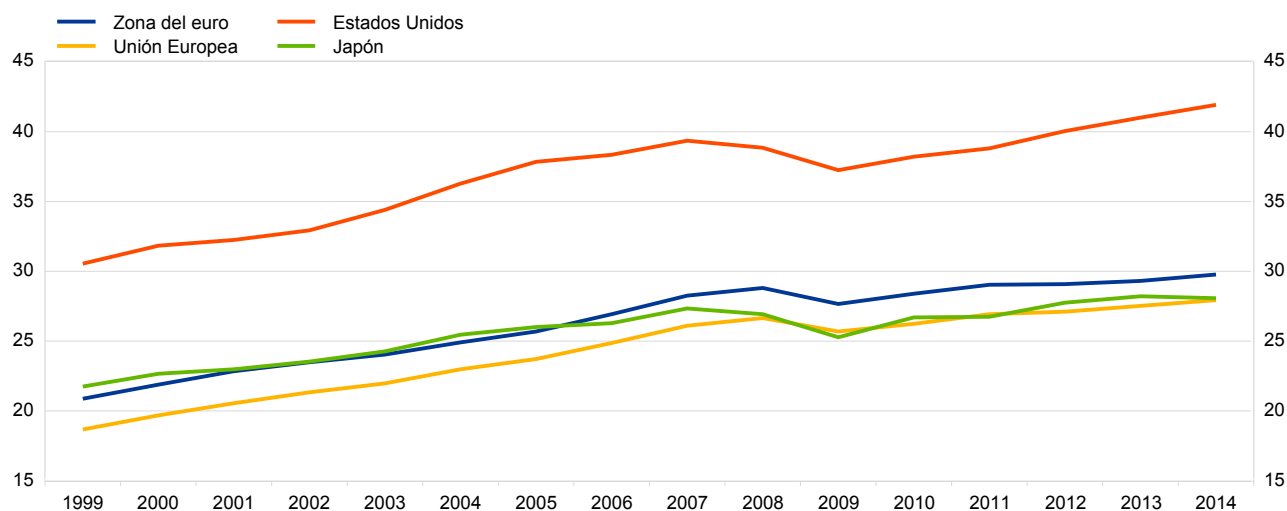
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) PIB en términos de tipos de cambio basados en la paridad de poder adquisitivo en relación con la zona del euro (Euro 19 = 1).

2) Datos relativos a Luxemburgo y Croacia disponibles desde 2000.

Gráfico 2.8 PIB per cápita

(precios corrientes, PPA¹⁾ en miles de euros)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) PIB en términos de tipos de cambio basados en la paridad de poder adquisitivo en relación con la zona del euro (Euro 19 = 1).

2. Actividad económica

2.9 Empleo

(por persona ocupada; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	0,9	1,1	0,4	0,4	-0,4	0,3	.
Alemania	0,7	0,6	0,7	1,2	0,6	0,9	0,8
Estonia	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	0,8	.
Irlanda	1,4	3,4	-1,8	-0,6	2,4	1,7	.
Grecia	-0,5	1,2	-3,3	-6,3	-3,6	0,1	.
España	1,0	3,4	-2,8	-4,1	-2,9	0,9	.
Francia	0,7	1,1	0,1	0,3	0,0	0,3	.
Italia	0,5	1,3	-0,7	-0,3	-1,8	0,1	.
Chipre	1,1	2,7	-1,5	-3,2	-6,0	-1,1	.
Letonia	-0,4	1,7	-3,0	1,4	2,3	-1,3	.
Lituania	-0,8	-0,5	-1,3	1,8	1,3	2,0	.
Luxemburgo	2,9	3,6	2,1	2,4	1,8	2,5	.
Malta	1,6	0,9	2,7	2,5	3,7	5,0	.
Países Bajos	0,7	1,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	0,8
Austria	1,0	1,1	0,7	1,1	0,5	0,9	.
Portugal	-0,5	0,4	-2,0	-4,1	-2,9	1,4	.
Eslovenia	0,3	1,2	-1,2	-0,9	-1,4	0,6	.
Eslovaquia	0,3	0,6	-0,2	0,1	-0,8	1,4	.
Finlandia	0,8	1,6	-0,4	0,9	-0,7	-0,9	.
Zona del euro	0,4	1,1	-0,5	-0,4	-0,7	0,6	.
Bulgaria	-0,1	1,0	-1,7	-2,5	-0,4	0,4	.
República Checa	0,1	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,6	.
Dinamarca	0,2	0,8	-0,8	-0,6	0,1	0,8	.
Croacia	0,8	3,0	-2,0	-3,7	-2,6	2,7	.
Hungría	0,2	0,1	0,5	0,1	0,9	4,6	.
Polonia	0,6	1,0	0,0	0,1	-0,1	1,7	.
Rumanía	-1,5	-1,6	-1,3	-4,8	-0,9	0,8	.
Suecia	0,9	1,1	0,6	0,7	1,0	1,4	.
Reino Unido	0,9	1,0	0,6	1,1	1,2	2,3	.
Unión Europea	0,4	0,9	-0,3	-0,4	-0,3	1,0	.
Estados Unidos	0,7	1,0	0,1	1,8	1,0	1,6	.
Japón	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,6	0,6	.

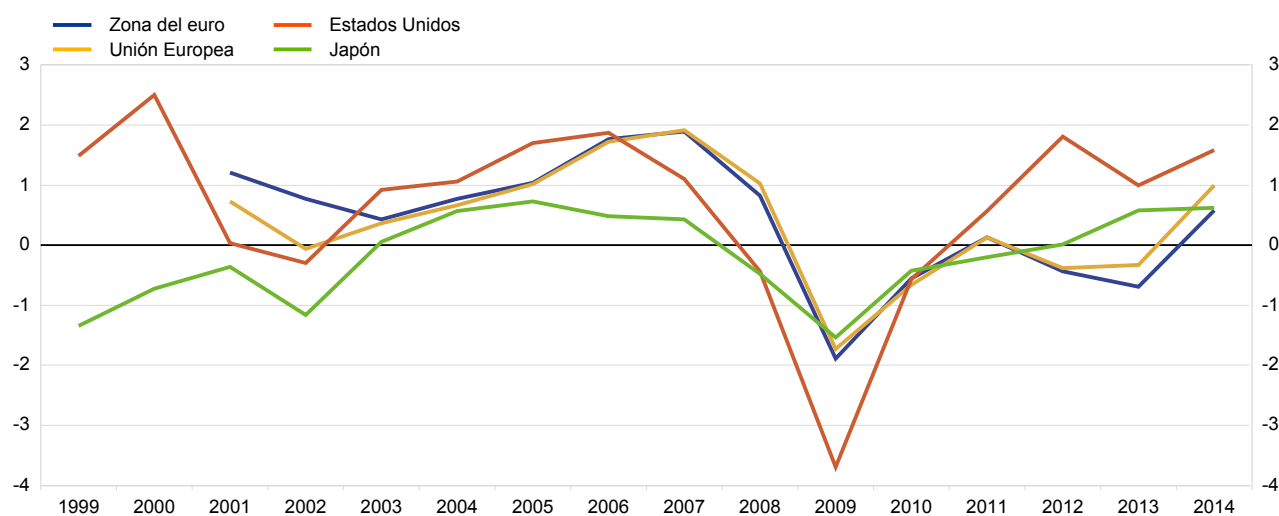
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a la zona del euro, la Unión Europea, Hungría, Letonia, Luxemburgo y Polonia disponibles desde 2001.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.9 Empleo

(por persona ocupada; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.10 Productividad del trabajo

(por persona ocupada; tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	0,8	1,1	0,2	-0,2	0,4	1,0	.
Alemania	0,6	1,0	0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,9
Estonia	3,7	5,1	1,5	3,4	0,3	2,1	.
Irlanda	2,3	2,2	2,4	0,7	-0,9	3,4	.
Grecia	0,8	2,2	-1,6	-1,1	0,4	0,5	.
España	0,7	0,1	1,6	1,5	1,3	0,4	.
Francia	0,7	1,0	0,3	-0,1	0,7	-0,2	.
Italia	-0,3	0,0	-0,7	-2,5	0,0	-0,5	.
Chipre	0,7	1,4	-0,4	0,8	0,1	-1,4	.
Letonia	4,2	5,5	2,4	2,5	0,7	3,8	.
Lituania	4,7	6,6	1,6	2,0	2,2	1,0	.
Luxemburgo	-0,3	-0,2	-0,4	-3,2	2,5	1,5	.
Malta	0,6	1,2	-0,3	0,4	0,2	-0,9	.
Países Bajos	0,8	1,2	0,2	-0,9	0,4	1,2	1,1
Austria	0,7	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	.
Portugal	1,0	1,2	0,8	0,1	1,8	-0,5	.
Eslovenia	1,9	3,1	0,1	-1,8	0,3	2,5	.
Eslovaquia	3,3	4,4	1,4	1,5	2,2	1,1	.
Finlandia	0,8	1,7	-0,6	-2,3	-0,4	0,4	.
Zona del euro	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,4	0,3	.
Bulgaria	3,0	3,8	1,8	2,8	1,7	1,2	.
República Checa	2,4	3,6	0,3	-1,3	-0,8	1,4	.
Dinamarca	0,8	0,9	0,6	0,6	-0,4	0,4	.
Croacia	0,6	1,2	-0,2	1,5	1,6	-3,0	.
Hungría	1,8	3,3	-0,6	-1,8	0,9	-1,1	.
Polonia	2,8	2,6	2,9	1,4	1,3	1,6	.
Rumanía	4,9	7,1	1,3	5,7	4,4	2,2	.
Suecia	1,4	1,9	0,4	-1,0	0,3	0,9	.
Reino Unido	1,1	1,5	0,3	0,1	1,0	0,6	.
Unión Europea	0,8	1,1	0,4	-0,1	0,6	0,4	.
Estados Unidos	1,4	1,5	1,1	0,4	0,5	0,8	.
Japón	0,9	1,3	0,4	1,7	0,8	-0,6	.

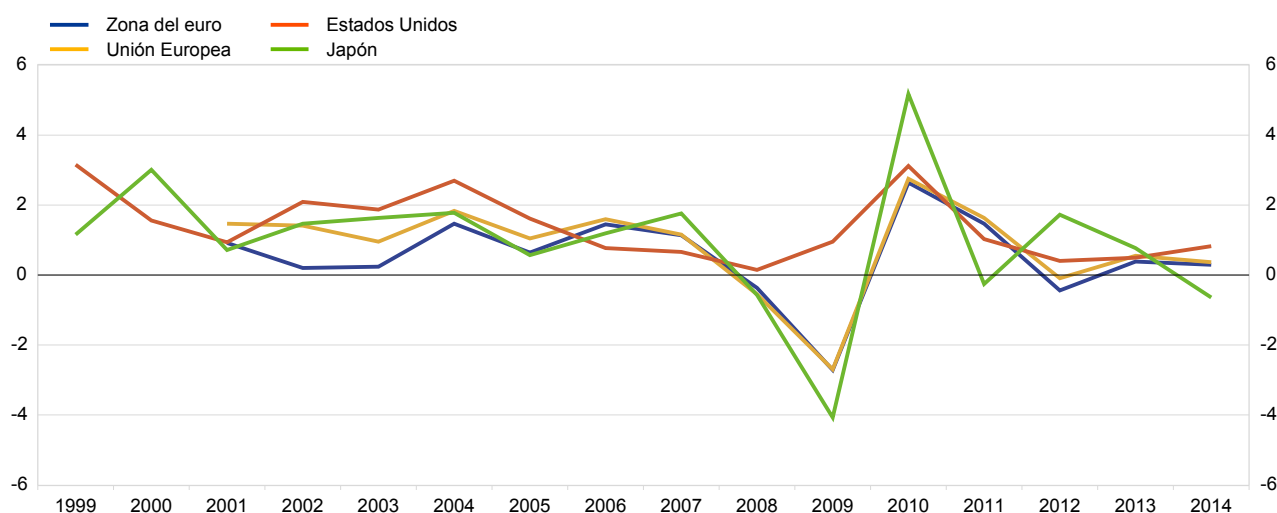
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Croacia, la zona del euro, la Unión Europea, Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001, y a Polonia desde 2003.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.10 Productividad del trabajo

(por persona ocupada; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

2. Actividad económica

2.11 Desempleo

(en porcentaje de la población activa)

	1999-2015 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	7,8	7,7	8,0	7,6	8,4	8,5	8,3
Alemania	7,7	9,1	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6
Estonia	10,1	9,3	11,4	10,0	8,6	7,4	.
Irlanda	8,0	4,7	12,7	14,7	13,1	11,3	9,4
Grecia	13,7	10,0	19,8	24,5	27,5	26,5	.
España	15,5	10,7	22,4	24,8	26,1	24,5	22,1
Francia	9,2	8,9	9,8	9,8	10,3	10,3	10,4
Italia	9,0	8,2	10,3	10,7	12,1	12,7	11,9
Chipre	7,4	4,3	11,3	11,8	15,9	16,1	15,6
Letonia	12,3	10,9	14,4	15,1	11,9	10,8	9,9
Lituania	11,9	11,0	13,2	13,4	11,8	10,7	9,1
Luxemburgo	4,3	3,6	5,4	5,1	5,9	6,0	6,1
Malta	6,7	7,0	6,3	6,3	6,4	5,8	5,3
Países Bajos	5,0	4,4	6,0	5,8	7,3	7,4	6,9
Austria	4,9	4,7	5,2	4,9	5,4	5,6	5,7
Portugal	9,8	7,3	13,5	15,8	16,4	14,1	12,6
Eslovenia	7,1	6,1	8,5	8,9	10,1	9,7	9,1
Eslovaquia	14,9	16,0	13,3	14,0	14,2	13,2	11,5
Finlandia	8,4	8,5	8,3	7,7	8,2	8,7	9,4
Zona del euro	9,5	8,6	10,8	11,4	12,0	11,6	10,9
Bulgaria	11,6	12,4	10,6	12,3	13,0	11,4	9,4
República Checa	7,0	7,3	6,5	7,0	7,0	6,1	5,1
Dinamarca	5,5	4,5	6,9	7,5	7,0	6,5	6,1
Croacia	13,7	13,1	14,6	16,0	17,3	17,3	16,6
Hungría	7,9	6,6	10,2	11,0	10,1	7,7	.
Polonia	12,9	15,5	9,2	10,1	10,4	9,0	7,5
Rumanía	7,1	7,2	6,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Suecia	7,1	6,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,4
Reino Unido	6,1	5,2	7,5	7,9	7,6	6,1	.
Unión Europea	9,1	8,5	9,9	10,5	10,9	10,2	9,4
Estados Unidos	6,2	5,0	7,8	8,1	7,4	6,2	5,3
Japón	4,5	4,6	4,3	4,3	4,0	3,6	3,4

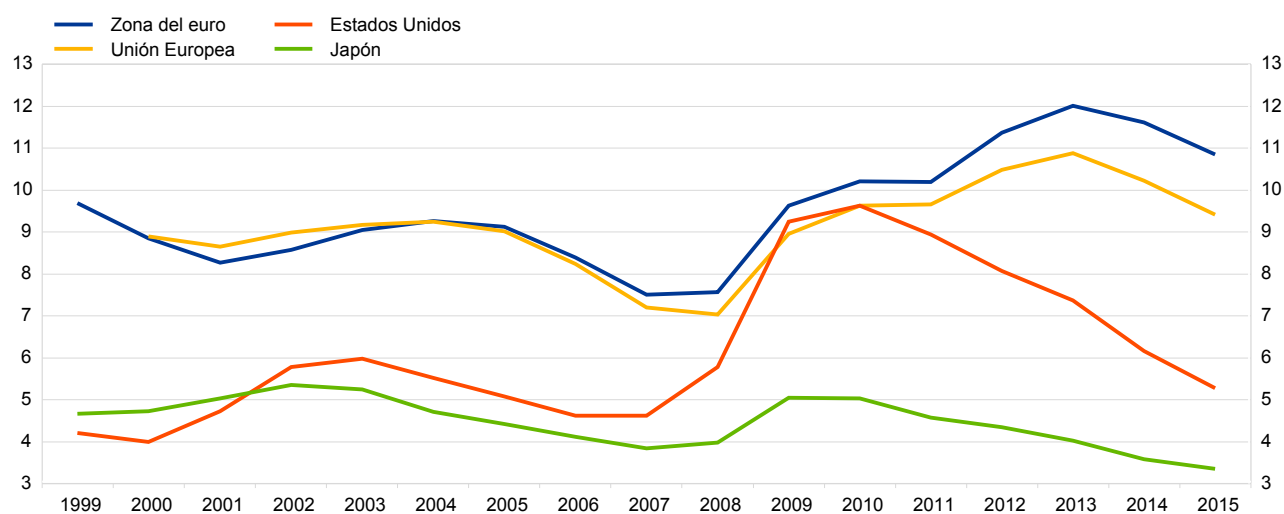
Fuente: Eurostat.

1) Datos relativos a Bulgaria, Croacia, Chipre, Estonia, Malta y la Unión Europea disponibles desde 2000.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 2.11 Desempleo

(en porcentaje de la población activa)



Fuente: Eurostat.

2. Actividad económica

2.12 Endeudamiento de los hogares¹⁾

(en porcentaje del PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	46,3	41,4	54,5	54,1	55,2	56,2	58,4
Alemania	63,5	67,3	57,3	56,9	56,4	55,5	54,4
Estonia	33,2	25,4	46,1	45,6	42,1	39,8	38,9
Irlanda	87,2	76,6	101,3	102,7	99,3	93,8	83,8
Grecia	40,8	28,3	61,6	63,7	64,6	65,2	63,5
España	68,3	61,4	79,8	81,8	80,4	76,7	72,4
Francia	45,1	39,4	54,7	54,8	55,2	55,6	56,1
Italia	34,8	29,7	43,4	43,8	43,9	43,5	42,9
Chipre	97,8	83,0	122,4	122,4	124,8	125,8	128,6
Letonia	36,7	34,6	38,4	40,5	33,3	29,8	26,6
Lituania	23,1	19,6	25,9	25,8	23,7	22,4	21,5
Luxemburgo	49,5	44,3	55,7	54,3	56,1	55,3	56,7
Malta	54,4	48,3	59,4	59,5	59,8	59,0	59,3
Países Bajos	106,3	100,0	116,8	118,3	118,3	114,8	112,5
Austria	50,2	48,6	52,8	53,5	52,1	51,2	51,4
Portugal	78,8	72,9	88,6	90,5	90,7	86,0	81,5
Eslovenia	25,9	21,3	29,7	30,0	30,9	30,0	28,5
Eslovaquia	16,5	10,0	27,4	26,5	27,8	29,7	31,6
Finlandia	49,2	41,2	62,5	61,3	63,6	64,2	65,5
Zona del euro	58,3	55,1	63,8	64,2	63,9	62,7	61,9
Bulgaria	16,8	11,8	24,4	24,0	23,3	23,2	22,6
República Checa	20,4	14,4	30,3	30,1	31,1	31,5	31,3
Dinamarca	117,6	105,9	137,2	138,8	136,6	134,6	132,3
Croacia	34,1	29,0	40,9	41,5	41,2	40,4	40,4
Hungría	24,0	18,3	33,5	37,6	31,8	28,2	25,9
Polonia	26,6	18,8	34,3	35,1	34,1	35,1	35,6
Rumanía	12,7	7,9	20,7	21,5	20,6	19,2	18,1
Suecia	65,2	56,6	79,7	78,0	80,5	82,3	83,6
Reino Unido	86,4	83,2	91,7	91,7	90,6	87,8	86,0
Unión Europea	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos	84,8	84,2	85,8	85,7	82,7	81,0	80,0
Japón	68,3	69,5	66,3	66,4	65,7	66,2	66,0

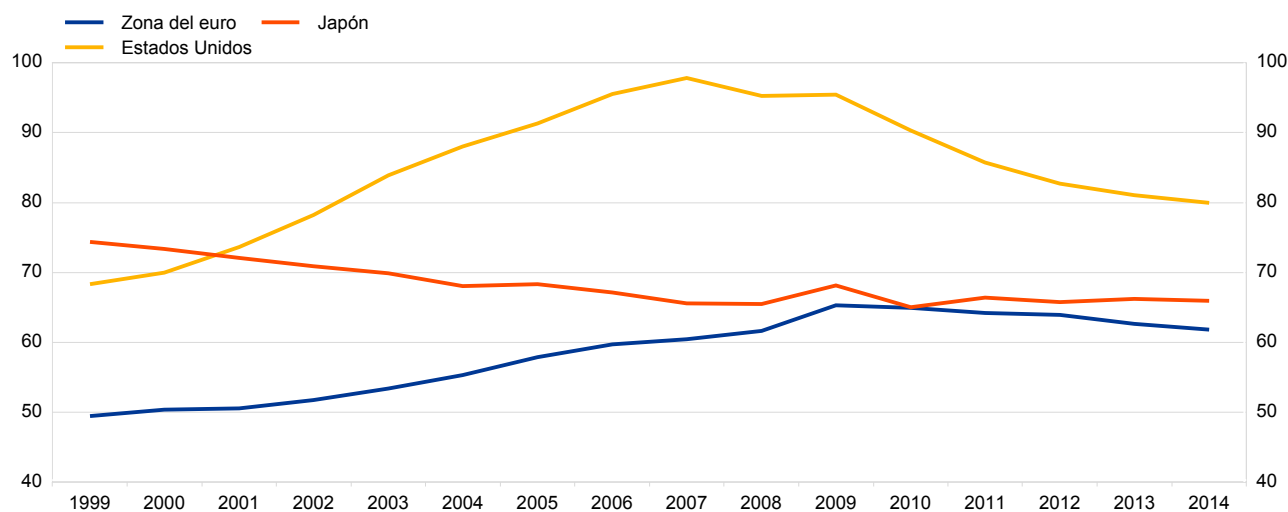
Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Definido como los saldos vivos de los préstamos recibidos por los hogares.

2) No se dispone de datos relativos a la Unión Europea. Datos relativos a Bulgaria disponibles desde 2000, a Grecia desde 1999, a Croacia desde 2001, a Irlanda desde 2001, a Lituania desde 2004, a Luxemburgo desde 2002, a Malta desde 2004, a Letonia desde 2004, a Polonia desde 2003 y a Eslovenia desde 2004.

Gráfico 2.12 Endeudamiento de los hogares

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal y Banco de Japón.

2. Actividad económica

2.13 Tasa de ahorro de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible ajustada¹⁾)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	15,3	16,0	14,1	13,6	13,5	12,3	12,6
Alemania	16,3	16,1	16,6	16,5	16,4	16,4	16,8
Estonia	4,3	1,1	9,5	10,2	7,1	8,9	8,2
Irlanda	7,5	6,8	8,8	8,4	8,3	6,1	5,0
Grecia	-	-	-	-	-	-	-
España	9,8	9,5	10,4	10,8	8,8	10,0	9,6
Francia	15,0	14,9	15,1	15,2	14,7	14,3	14,8
Italia	13,0	14,2	11,1	10,7	9,4	11,3	10,8
Chipre	5,4	7,9	1,3	5,4	0,6	-4,1	-10,8
Letonia	2,0	2,3	1,6	-3,2	-3,8	-3,0	-0,8
Lituania	3,3	2,8	3,6	4,8	1,6	1,8	0,1
Luxemburgo	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Países Bajos	13,0	12,4	13,8	13,1	13,8	14,2	14,8
Austria	15,0	15,6	14,1	13,3	14,5	12,9	13,3
Portugal	8,9	9,5	8,1	7,5	7,7	7,8	5,9
Eslovenia	14,3	16,0	13,1	12,7	10,9	13,4	14,1
Eslovaquia	8,1	7,9	8,3	8,1	7,1	8,3	9,3
Finlandia	8,5	8,5	8,6	8,1	7,8	8,4	7,0
Zona del euro	13,5	13,8	13,0	12,8	12,4	12,7	12,7
Bulgaria	-8,4	-10,8	-3,7	-3,0	-8,2	-0,2	-
República Checa	11,4	11,3	11,6	11,1	11,3	10,8	10,9
Dinamarca	6,1	5,3	7,4	7,8	7,5	7,9	4,4
Croacia	9,6	7,9	11,6	11,7	12,1	10,5	11,8
Hungría	9,5	9,6	9,4	9,7	8,2	9,3	10,2
Polonia	5,0	6,8	3,0	1,5	1,5	2,5	1,9
Rumanía	-	-	-	-	-	-	-
Suecia	12,1	9,6	16,2	15,4	17,9	17,6	17,7
Reino Unido	8,3	8,2	8,5	9,1	8,7	6,3	5,4
Unión Europea	11,6	11,7	11,4	11,1	11,0	11,0	10,3
Estados Unidos	7,9	7,2	9,0	9,2	10,7	7,9	8,1
Japón	9,2	10,1	7,9	9,2	7,7	6,5	5,8

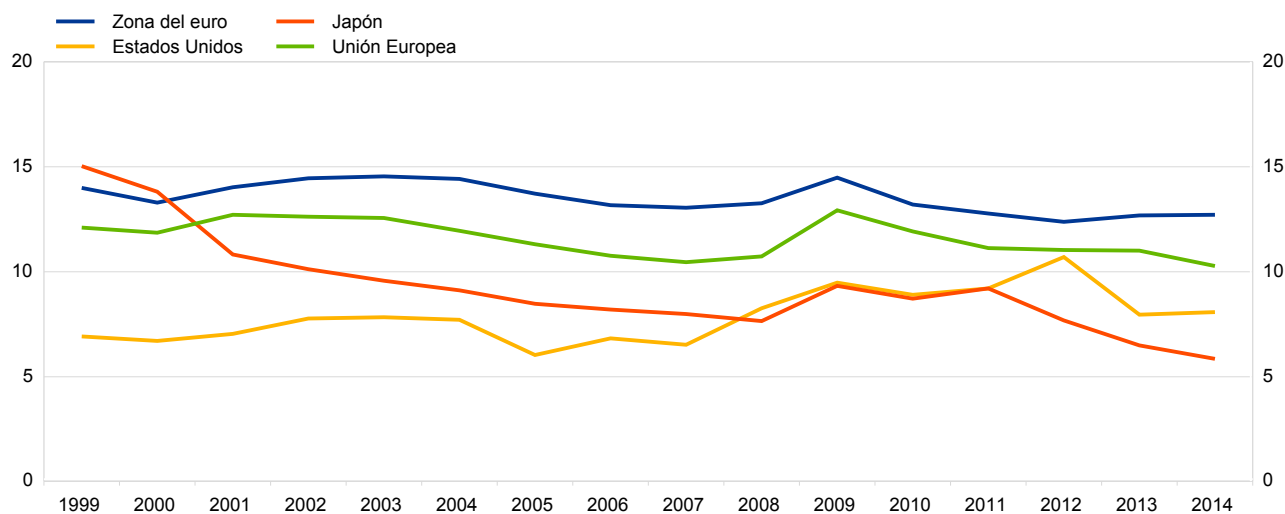
Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Renta disponible ajustada por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones.

2) No se dispone de datos relativos a Grecia, Malta, Luxemburgo y Rumanía. Datos relativos a Croacia disponibles desde 1999, a Irlanda desde 1999, a Polonia desde 2002, y a Eslovenia desde 2005.

Gráfico 2.13 Ahorro de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible ajustada)



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal y Banco de Japón.

2. Actividad económica

2.14 Endeudamiento de las sociedades no financieras¹⁾

(en porcentaje del PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	125,8	114,2	145,2	143,1	148,0	148,8	147,8
Alemania	64,9	65,8	63,3	61,3	61,5	63,7	62,1
Estonia	90,3	85,0	99,1	95,7	99,1	94,1	96,3
Irlanda	137,2	97,7	189,8	194,6	208,4	197,6	200,4
Grecia	55,1	47,9	67,0	67,4	68,0	66,0	67,0
España	106,1	94,4	125,6	132,4	125,8	119,9	112,3
Francia	107,4	101,1	117,9	116,8	120,8	120,5	124,8
Italia	76,4	70,5	86,3	85,4	87,7	85,5	84,4
Chipre	200,2	195,1	208,7	207,9	203,5	215,1	221,2
Letonia	78,2	66,7	87,8	91,3	84,9	79,6	73,9
Lituania	43,8	44,2	43,4	42,7	41,6	38,3	35,2
Luxemburgo	310,8	266,0	363,1	354,9	368,4	364,6	346,9
Malta	140,4	121,5	156,2	160,9	159,3	153,8	157,4
Países Bajos	121,6	119,2	125,6	127,0	125,3	123,8	128,2
Austria	93,2	90,9	97,2	95,8	96,8	99,1	98,7
Portugal	112,5	101,3	131,3	131,9	139,6	135,2	127,0
Eslovenia	82,7	71,8	91,8	95,3	93,7	89,4	81,6
Eslovaquia	44,7	43,4	47,0	47,5	46,6	48,2	46,5
Finlandia	96,8	89,4	109,1	107,5	109,0	113,4	110,3
Zona del euro	100,1	95,4	107,1	106,4	108,1	106,2	107,1
Bulgaria	85,9	66,3	115,5	110,7	112,3	119,7	114,8
República Checa	45,6	44,7	47,3	44,6	46,2	52,7	53,8
Dinamarca	86,1	80,5	95,3	94,8	98,1	93,4	92,1
Croacia	79,6	63,9	100,6	101,3	102,0	103,5	101,8
Hungría	74,4	62,2	94,8	97,0	94,0	91,9	90,7
Polonia	37,4	33,1	41,7	41,5	42,5	43,7	45,9
Rumanía	49,6	44,5	58,2	52,4	52,1	48,5	45,1
Suecia	133,5	122,5	151,8	150,2	149,9	150,5	152,3
Reino Unido	117,8	114,9	122,6	129,1	130,1	109,8	123,6
Unión Europea	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos ³⁾	66,0	64,9	67,8	66,1	66,7	67,8	69,2
Japón ⁴⁾	109,3	111,7	105,3	105,2	103,7	103,9	104,9

Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal y Banco de Japón.

1) Definido como el saldo vivo de los préstamos obtenidos, de los valores representativos de deuda emitidos y de los pasivos de los sistemas de pensiones.

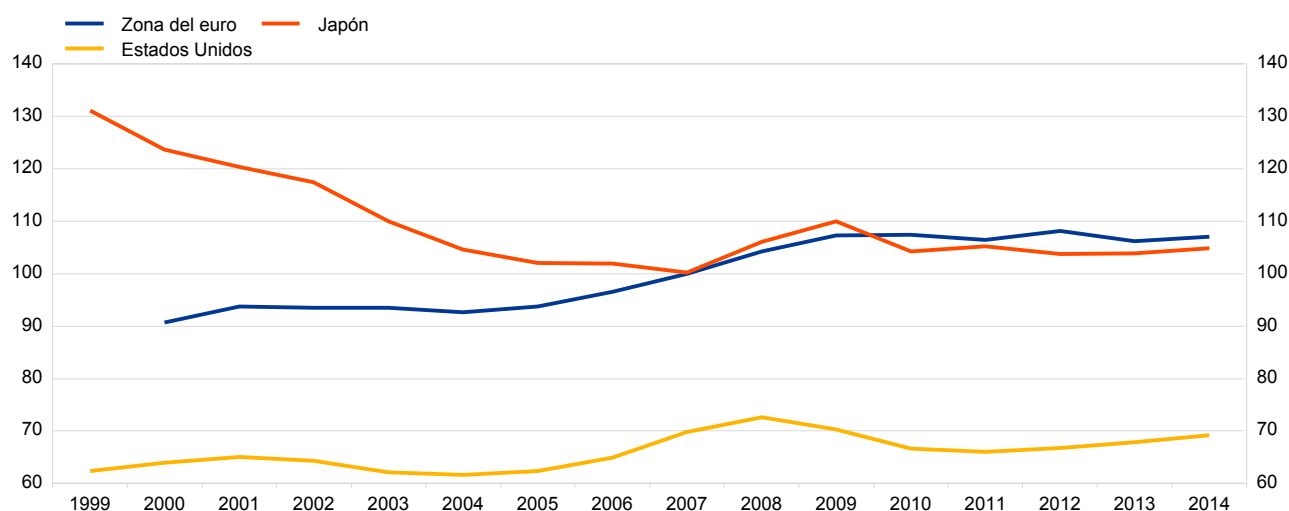
2) No se dispone de datos relativos a la Unión Europea. Datos relativos a Austria disponibles desde 1999, a Bulgaria desde 2000, a Dinamarca desde 1999, a Croacia desde 2001, a Irlanda desde 2001, a Lituania desde 2004, a Luxemburgo desde 2002, a Letonia desde 2004, a Malta desde 2004, a Polonia desde 2003 y a Eslovenia desde 2004.

3) Las cifras relativas a Estados Unidos no incluyen los préstamos entre empresas relacionadas ni los pasivos de los sistemas de pensiones.

4) Las cifras relativas a Japón no incluyen los pasivos de los sistemas de pensiones.

Gráfico 2.14 Endeudamiento de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Reserva Federal y Banco de Japón.

3. Precios y costes

3.1 IAPC

(tasas de variación interanual)

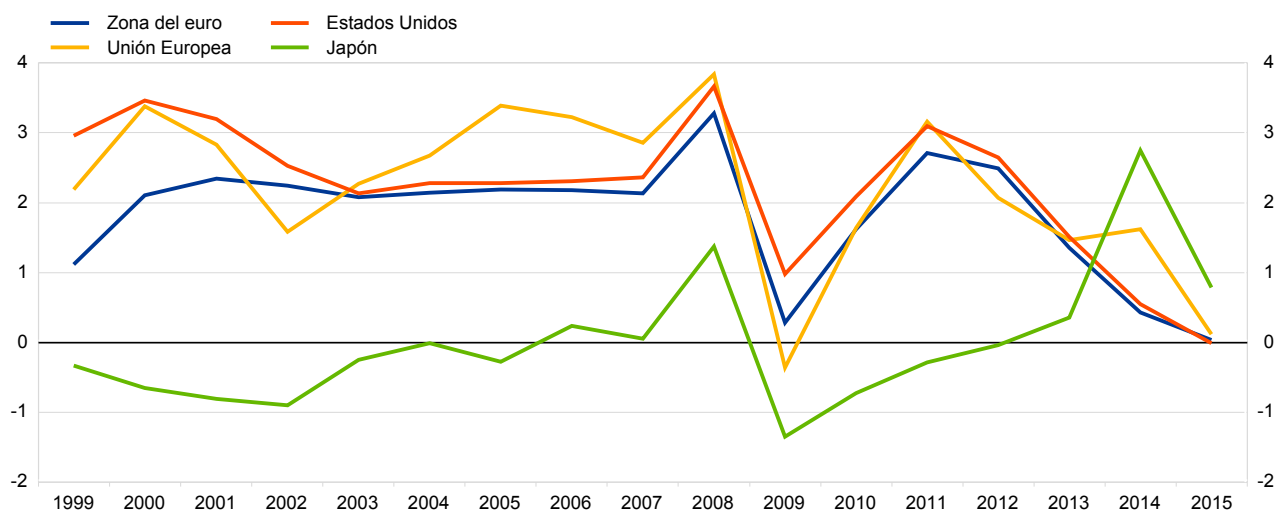
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,9	2,2	1,5	2,6	1,2	0,5	0,6
Alemania	1,5	1,7	1,2	2,1	1,6	0,8	0,1
Estonia	3,7	4,6	2,3	4,2	3,2	0,5	0,1
Irlanda	2,0	3,4	0,1	1,9	0,5	0,3	0,0
Grecia	2,3	3,3	1,0	1,0	-0,9	-1,4	-1,1
España	2,4	3,2	1,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6
Francia	1,6	1,9	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1
Italia	2,0	2,4	1,5	3,3	1,3	0,2	0,1
Chipre	2,1	2,7	1,1	3,1	0,4	-0,3	-1,6
Letonia	3,8	5,6	1,3	2,3	0,0	0,7	0,2
Lituania	2,4	2,7	1,9	3,2	1,2	0,2	-0,7
Luxemburgo	2,4	2,8	1,7	2,9	1,7	0,7	0,1
Malta	2,2	2,6	1,8	3,2	1,0	0,8	1,2
Países Bajos	2,0	2,4	1,5	2,8	2,6	0,3	0,2
Austria	1,9	1,9	1,8	2,6	2,1	1,5	0,8
Portugal	2,1	2,9	1,1	2,8	0,4	-0,2	0,5
Eslovenia	3,7	5,4	1,3	2,8	1,9	0,4	-0,8
Eslovaquia	4,2	6,2	1,5	3,7	1,5	-0,1	-0,3
Finlandia	1,8	1,8	1,9	3,2	2,2	1,2	-0,2
Zona del euro	1,8	2,2	1,3	2,5	1,4	0,4	0,0
Bulgaria	4,4	6,7	1,3	2,4	0,4	-1,6	-1,1
República Checa	2,1	2,7	1,4	3,5	1,4	0,4	0,3
Dinamarca	1,8	2,1	1,3	2,4	0,5	0,3	0,2
Croacia	2,7	3,4	1,6	3,4	2,3	0,2	-0,3
Hungría	5,1	6,7	2,9	5,7	1,7	0,0	0,1
Polonia	3,1	3,9	2,0	3,7	0,8	0,1	-0,7
Rumanía	12,7	19,5	3,6	3,4	3,2	1,4	-0,4
Suecia	1,4	1,7	1,1	0,9	0,4	0,2	0,7
Reino Unido	2,0	1,8	2,4	2,8	2,6	1,5	0,0
Unión Europea	2,2	2,7	1,5	2,6	1,5	0,5	0,0
Estados Unidos ¹⁾	2,2	2,8	1,4	2,1	1,5	1,6	0,1
Japón ¹⁾	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,4	2,7	0,8

Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al índice de precios de consumo.

Gráfico 3.1 IAPC¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Los datos relativos a Japón y Estados Unidos se refieren al índice de precios de consumo.

3. Precios y costes

3.2 IAPC, excluidos energía y alimentos

(tasas de variación interanual)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,6	1,5	1,6	1,9	1,5	1,5	1,6
Alemania	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1
Estonia	2,9	3,8	1,5	2,8	1,9	1,3	1,2
Irlanda	1,7	3,0	-0,1	0,7	0,1	0,7	1,6
Grecia	1,8	2,9	0,2	-0,3	-2,4	-1,5	-0,4
España	1,9	2,7	0,8	1,3	1,3	-0,1	0,3
Francia	1,3	1,4	1,0	1,5	0,7	1,0	0,6
Italia	1,8	2,1	1,4	2,0	1,3	0,7	0,7
Chipre	1,0	1,3	0,6	1,7	-0,3	0,1	-0,4
Letonia	2,6	4,3	0,2	0,3	-0,1	1,7	1,5
Lituania	1,4	1,7	1,0	2,0	1,4	0,7	1,9
Luxemburgo	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	1,3	1,7
Malta	1,7	2,1	1,2	2,5	0,1	1,5	1,5
Países Bajos	1,7	1,9	1,5	2,2	2,5	0,6	0,9
Austria	1,7	1,5	1,9	2,2	2,2	1,7	1,8
Portugal	1,9	2,7	0,7	1,2	0,1	0,2	0,6
Eslovenia	2,5	4,3	0,5	0,7	0,9	0,6	0,3
Eslovaquia	3,5	5,1	1,4	3,0	1,4	0,5	0,5
Finlandia	1,6	1,5	1,7	2,1	1,8	1,6	0,8
Zona del euro	1,4	1,6	1,1	1,5	1,1	0,8	0,8
Bulgaria	4,1	6,5	0,8	1,0	0,0	-1,6	-0,6
República Checa	1,3	1,9	0,5	1,6	0,3	0,5	0,7
Dinamarca	1,5	1,8	1,2	1,6	0,6	0,6	1,2
Croacia	1,6	3,2	0,9	1,1	0,9	0,5	0,8
Hungría	3,4	4,3	2,5	3,5	2,3	1,4	1,7
Polonia	2,6	3,5	1,3	2,2	0,7	0,2	0,4
Rumanía	6,2	9,3	3,2	3,2	2,3	2,3	1,6
Suecia	1,1	1,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,9
Reino Unido	1,5	1,1	2,0	2,2	2,0	1,6	1,0
Unión Europea	1,6	1,8	1,3	1,7	1,2	0,9	0,9
Estados Unidos ²⁾	2,0	2,2	1,7	2,1	1,8	1,7	1,8
Japón ²⁾	-0,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,2	1,8	1,0

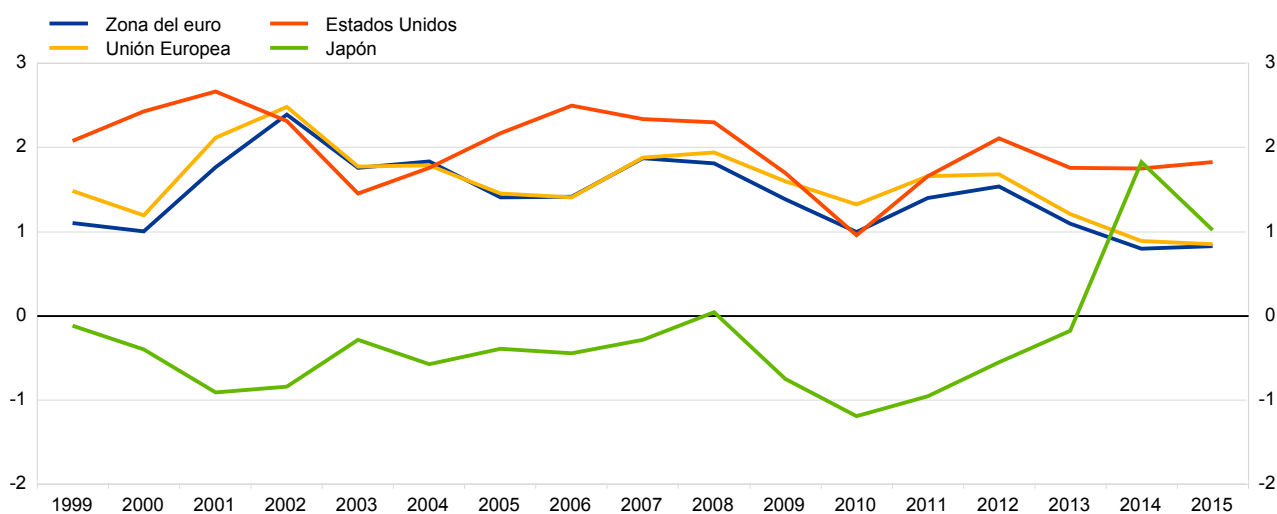
Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a la República Checa y Eslovenia disponibles desde 2000, a Hungría y a Rumanía desde 2002 y a Croacia desde 2006.

2) Los datos se refieren al índice de precios de consumo.

Gráfico 3.2 IAPC, excluidos energía y alimentos¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Los datos relativos a Japón y Estados Unidos se refieren al índice de precios de consumo.

3. Precios y costes

3.3 Deflactor del PIB

(tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,7	1,9	1,5	2,0	1,3	0,7	.
Alemania	1,1	0,8	1,6	1,5	2,1	1,7	2,1
Estonia	5,1	6,6	2,6	2,7	4,0	2,0	.
Irlanda	1,7	3,0	-0,5	0,4	1,2	0,1	.
Grecia	1,9	3,2	-0,2	-0,4	-2,5	-2,3	.
España	2,3	3,6	0,1	0,1	0,6	-0,4	.
Francia	1,4	1,8	0,8	1,2	0,8	0,6	1,2
Italia	2,0	2,4	1,2	1,4	1,3	0,9	.
Chipre	2,3	3,3	0,6	2,1	-1,4	-1,3	.
Letonia	4,9	7,8	0,2	3,5	1,3	1,2	.
Lituania	2,5	3,3	1,4	2,8	1,2	1,2	0,5
Luxemburgo	2,7	2,8	2,7	4,0	2,4	0,9	.
Malta	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,7	.
Países Bajos	1,8	2,5	0,8	1,4	1,4	0,8	0,3
Austria	1,6	1,6	1,6	2,0	1,5	1,6	1,5
Portugal	2,2	3,2	0,7	-0,4	2,2	0,9	.
Eslovenia	3,4	5,0	0,9	0,3	0,8	0,8	.
Eslovaquia	3,0	4,6	0,4	1,3	0,5	-0,2	.
Finlandia	1,7	1,5	2,0	3,0	2,6	1,6	.
Zona del euro	1,7	2,0	1,0	1,2	1,3	0,9	.
Bulgaria	4,5	5,9	2,2	1,2	-0,5	0,2	.
República Checa	1,9	2,4	1,0	1,4	1,4	2,5	.
Dinamarca	2,1	2,5	1,6	2,8	1,4	0,8	.
Croacia	2,9	4,1	1,3	1,6	0,8	0,0	.
Hungría	5,1	6,4	3,0	3,5	3,1	3,2	.
Polonia	2,5	2,8	2,1	2,4	0,4	0,5	.
Rumanía	16,0	23,7	4,2	4,8	3,5	1,9	.
Suecia	1,6	1,8	1,4	1,1	1,1	1,6	.
Reino Unido	2,3	2,4	2,1	1,6	2,0	1,8	.
Unión Europea	1,7	2,0	1,1	2,4	0,6	1,6	.
Estados Unidos	2,0	2,3	1,4	1,8	1,6	1,6	1,0
Japón	-1,1	-1,3	-0,7	-0,9	-0,6	1,7	.

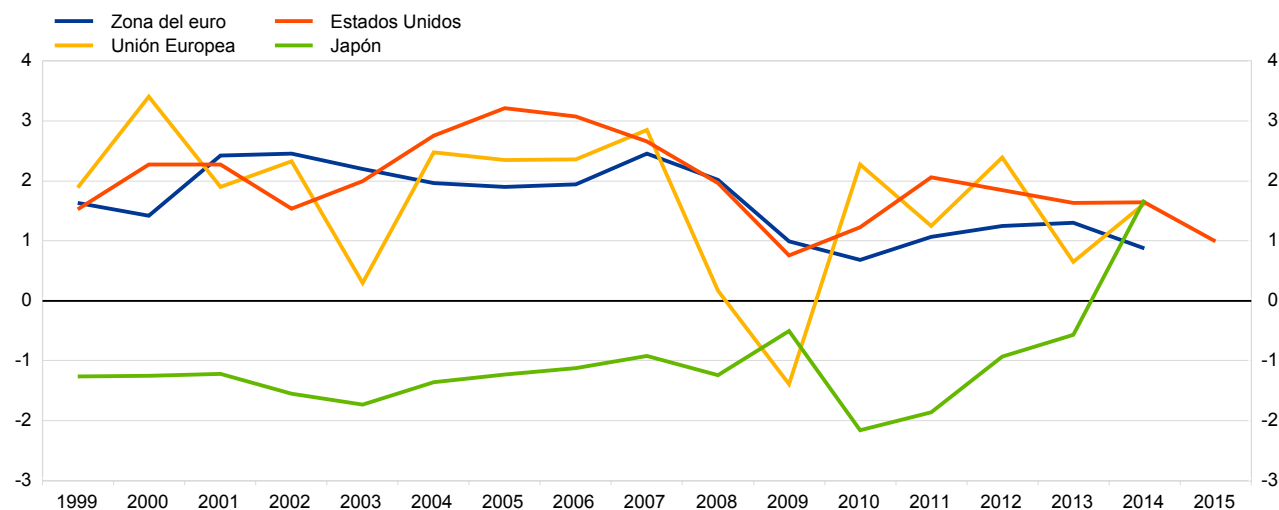
Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Luxemburgo, Croacia y Malta disponibles desde 2001 y a Polonia desde 2003.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 3.3 Deflactor del PIB

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

3. Precios y costes

3.4 Precios industriales

(tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	2,0	3,4	0,1	3,5	0,6	-4,6	-4,2
Alemania	1,5	2,4	0,2	1,7	0,0	-0,9	-1,8
Estonia	3,2	4,7	1,9	3,4	9,9	-2,3	-2,8
Irlanda	1,6	4,0	0,6	3,1	1,5	-0,3	-4,4
Grecia	3,0	4,7	0,6	4,9	-0,7	-0,8	-5,8
España	2,4	3,3	1,1	3,8	0,6	-1,3	-2,1
Francia	1,5	2,4	0,3	2,8	0,3	-1,3	-2,2
Italia	1,8	3,0	0,0	4,1	-1,2	-1,8	-3,4
Chipre	2,8	4,8	0,6	8,1	-2,1	-3,1	-5,7
Letonia	5,0	8,4	1,7	5,3	1,1	0,1	-1,4
Lituania	2,6	4,8	-0,4	5,6	-0,3	-5,1	-9,2
Luxemburgo	2,9	5,5	-0,6	3,6	1,3	-4,8	-0,5
Malta	4,2	5,2	3,0	2,3	0,9	-1,2	-3,2
Países Bajos	2,4	4,7	-0,9	3,8	-1,3	-3,2	-7,4
Austria	1,3	1,8	0,4	0,9	-1,0	-1,5	-2,1
Portugal	2,6	4,1	0,5	2,9	0,1	-1,2	-3,0
Eslovenia	3,0	4,7	0,7	1,0	0,3	-1,1	-0,5
Eslovaquia	2,5	5,1	-1,1	3,8	-0,2	-3,6	-4,3
Finlandia	1,8	2,6	0,8	2,3	0,9	-0,9	-2,2
Zona del euro	1,7	2,8	0,2	2,8	-0,2	-1,5	-2,7
Bulgaria	4,2	6,3	1,7	5,3	-1,3	-0,9	-1,7
República Checa	1,7	2,6	0,3	2,1	0,8	-0,8	-3,2
Dinamarca	3,3	5,3	0,4	2,5	2,2	-2,3	-6,5
Croacia	2,8	3,8	1,5	7,0	0,4	-2,7	-3,9
Hungría	5,5	8,0	2,0	5,3	-0,5	-2,1	-3,0
Polonia	2,6	3,5	1,7	3,6	-1,2	-1,4	-2,4
Rumanía	10,6	18,0	2,8	4,8	3,7	0,2	-1,8
Suecia	1,9	3,1	0,2	-0,3	-0,7	0,1	-1,1
Reino Unido	2,8	4,3	0,7	2,2	1,0	-2,3	-7,5
Unión Europea	2,0	3,1	0,4	2,8	0,0	-1,5	-3,2
Estados Unidos ³⁾	2,3	3,1	1,3	1,9	1,2	1,9	-3,3
Japón ⁴⁾	0,2	1,0	-0,9	-1,2	0,8	0,8	-3,5

Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Bulgaria, Chipre, Polonia, Malta y Rumanía disponibles desde 2001, a Letonia desde 2002, a Estonia desde 2003 y a Irlanda desde 2006.

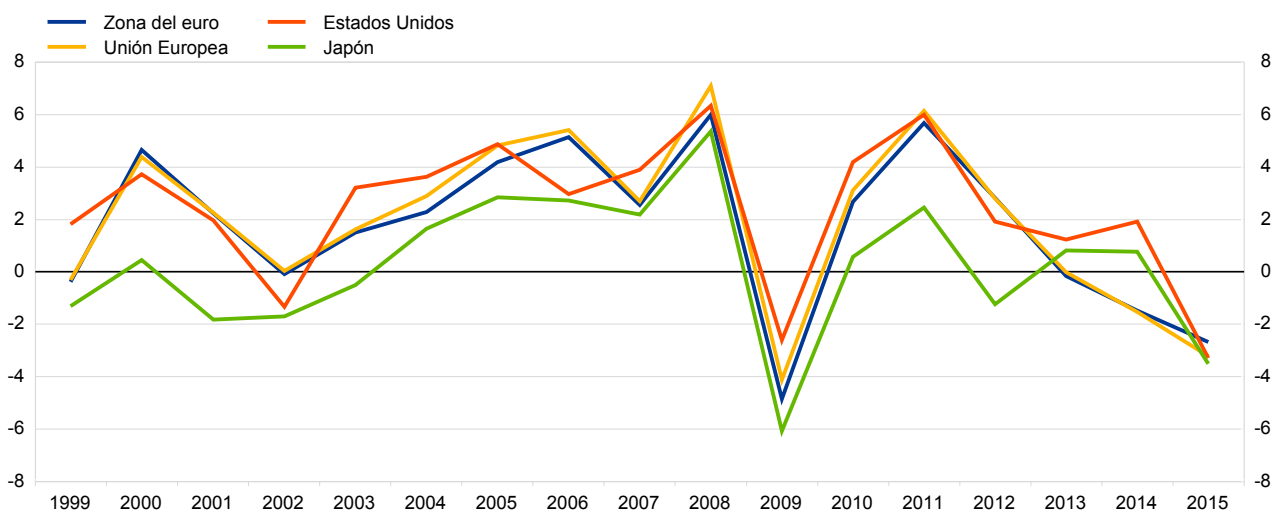
2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

3) Los datos se refieren a productos terminados.

4) Los datos se refieren al índice de precios de producción del sector manufacturero.

Gráfico 3.4 Precios industriales¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Los datos relativos a Japón se refieren al índice de precios de producción del sector manufacturero y los relativos a Estados Unidos a productos terminados.

3. Precios y costes

3.5 Costes laborales unitarios

(tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	1,8	1,8	1,8	3,4	2,2	-0,1	.
Alemania	1,0	0,2	2,1	3,3	2,2	1,9	1,8
Estonia	4,9	7,0	1,6	3,3	5,5	3,7	.
Irlanda	1,0	3,4	-3,0	-0,8	0,2	-1,6	.
Grecia	1,9	3,6	-1,0	-2,0	-7,4	-2,6	.
España	1,7	3,3	-0,9	-2,9	-0,4	-0,9	.
Francia	1,8	1,9	1,7	2,3	0,9	1,5	.
Italia	2,2	2,7	1,5	1,4	0,9	1,3	.
Chipre	2,0	3,1	0,1	0,0	-3,4	-3,3	.
Letonia	5,0	10,3	-1,6	3,5	4,3	4,6	.
Lituania	1,7	2,8	0,0	2,2	3,1	2,8	.
Luxemburgo	3,2	3,6	2,7	4,9	1,1	1,4	.
Malta	2,6	2,6	2,6	3,2	1,1	1,5	.
Países Bajos	1,9	2,0	1,7	3,0	1,5	0,8	.
Austria	1,5	1,0	2,2	3,0	2,3	2,3	.
Portugal	1,4	2,6	-0,5	-3,2	1,8	-0,9	.
Eslovenia	3,4	4,6	1,3	0,8	0,2	-1,3	.
Eslovaquia	2,8	3,6	1,4	1,1	0,3	0,7	.
Finlandia	2,0	1,6	2,8	5,2	1,8	0,9	.
Zona del euro	1,7	1,8	1,4	1,9	1,2	1,1	.
Bulgaria	5,4	5,1	5,9	4,8	7,0	4,4	.
República Checa	2,2	2,8	1,1	3,1	0,6	0,1	.
Dinamarca	2,2	2,7	1,4	1,2	1,5	1,3	.
Croacia	2,4	4,0	0,2	-1,3	-2,2	-2,4	.
Hungría	4,4	6,1	1,6	4,0	0,9	2,0	.
Polonia	1,1	0,9	1,3	2,1	0,3	0,0	.
Rumanía	13,1	21,6	0,3	3,5	-1,3	0,1	.
Suecia	2,1	2,2	2,1	4,1	1,7	1,3	.
Reino Unido	2,2	2,8	1,3	1,6	0,4	-0,6	.
Unión Europea	1,2	1,3	1,2	2,9	0,2	1,4	.
Estados Unidos	-0,4	-0,8	0,1	1,0	-0,5	1,4	1,3
Japón	-1,9	-2,2	-1,3	-1,7	-0,9	1,5	.

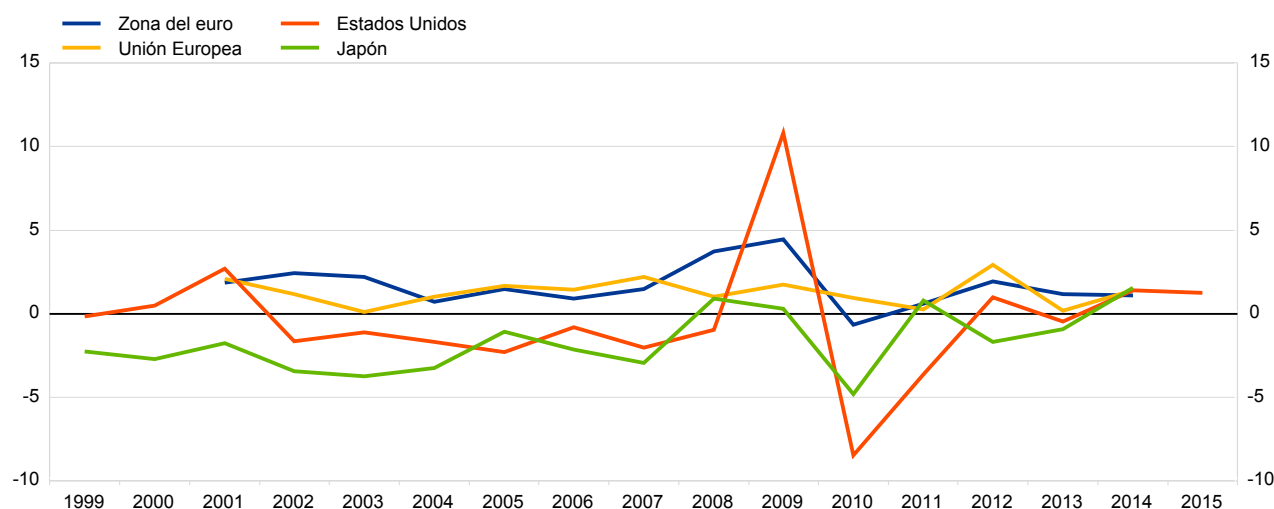
Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Croacia, la zona euro, la Unión Europea, Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001, y a Polonia desde 2003.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 3.5 Costes laborales unitarios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BPI (datos relativos a Estados Unidos) y cálculos del BCE.

3. Precios y costes

3.6 Remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Bélgica	2,6	2,9	2,1	3,2	2,6	0,9	.
Alemania	1,6	1,2	2,2	2,5	1,8	2,6	2,7
Estonia	8,9	12,4	3,1	6,8	5,9	5,9	.
Irlanda	3,3	5,7	-0,6	0,0	-0,7	1,8	.
Grecia	2,7	6,0	-2,5	-3,0	-7,0	-2,1	.
España	2,4	3,5	0,7	-1,5	0,9	-0,4	.
Francia	2,5	2,8	2,0	2,2	1,6	1,3	.
Italia	1,9	2,6	0,7	-1,1	0,9	0,8	.
Chipre	2,7	4,6	-0,3	0,8	-3,3	-4,7	.
Letonia	9,4	16,4	0,8	6,1	5,0	8,5	.
Lituania	6,5	9,6	1,6	4,2	5,4	3,9	.
Luxemburgo	3,0	3,5	2,3	1,6	3,6	2,9	.
Malta	3,2	3,9	2,3	3,7	1,3	0,6	.
Países Bajos	2,7	3,2	1,8	2,1	2,0	2,0	.
Austria	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	1,7	.
Portugal	2,4	3,8	0,3	-3,1	3,6	-1,4	.
Eslovenia	5,4	7,9	1,3	-1,0	0,6	1,1	.
Eslovaquia	6,2	8,2	2,8	2,6	2,6	1,8	.
Finlandia	2,9	3,3	2,2	2,8	1,3	1,4	.
Zona del euro	2,2	2,6	1,7	1,5	1,6	1,4	.
Bulgaria	8,6	9,1	7,8	7,7	8,8	5,6	.
República Checa	4,6	6,5	1,4	1,7	-0,3	1,5	.
Dinamarca	3,0	3,7	2,0	1,7	1,2	1,8	.
Croacia	3,0	5,3	0,0	0,2	-0,7	-5,3	.
Hungría	6,3	9,6	1,0	2,1	1,8	0,9	.
Polonia	3,9	3,5	4,2	3,6	1,7	1,6	.
Rumanía	18,6	30,2	1,6	9,4	3,0	2,3	.
Suecia	3,5	4,1	2,5	3,1	2,0	2,2	.
Reino Unido	3,3	4,4	1,6	1,7	1,4	-0,1	.
Unión Europea	2,1	2,5	1,6	2,8	0,7	1,8	.
Estados Unidos	3,0	3,6	2,1	2,2	1,5	2,8	.
Japón	-0,9	-1,0	-0,5	0,0	-0,2	0,9	.

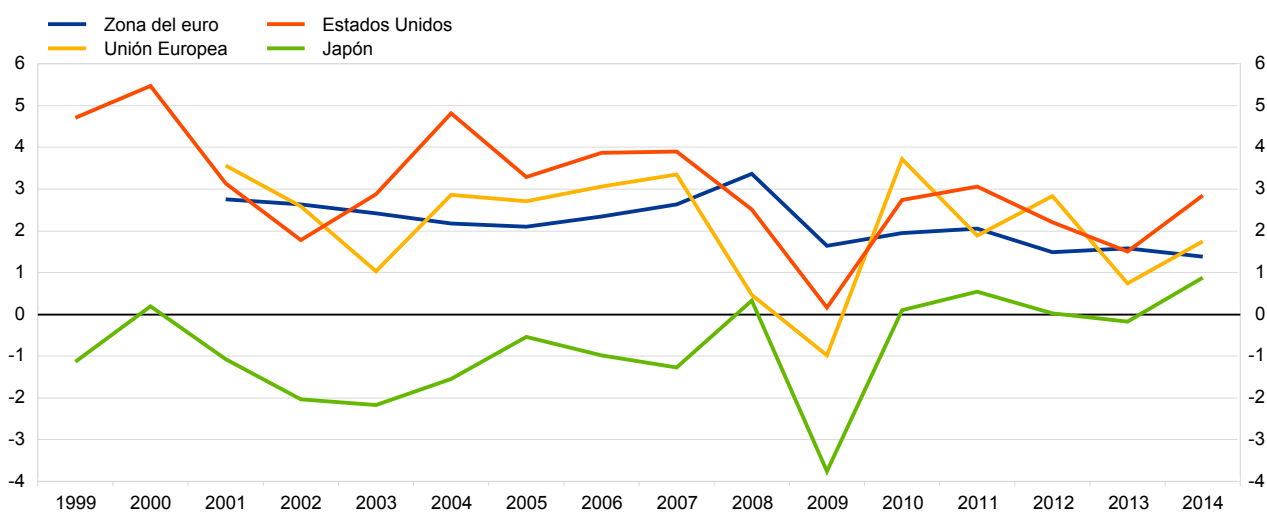
Fuentes: Eurostat, OCDE (para Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

1) Datos relativos a Croacia, la zona del euro, la Unión Europea, Luxemburgo y Malta disponibles desde 2001, y a Polonia desde 2003.

2) En los casos en los que no se dispone de datos relativos a 2015, la media indicada se refiere a los períodos 1999-2014 y 2009-2014.

Gráfico 3.6 Remuneración por asalariado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, OCDE (para Estados Unidos y Japón) y cálculos del BCE.

3. Precios y costes

3.7 Precios de los inmuebles residenciales

(tasas de variación interanual)

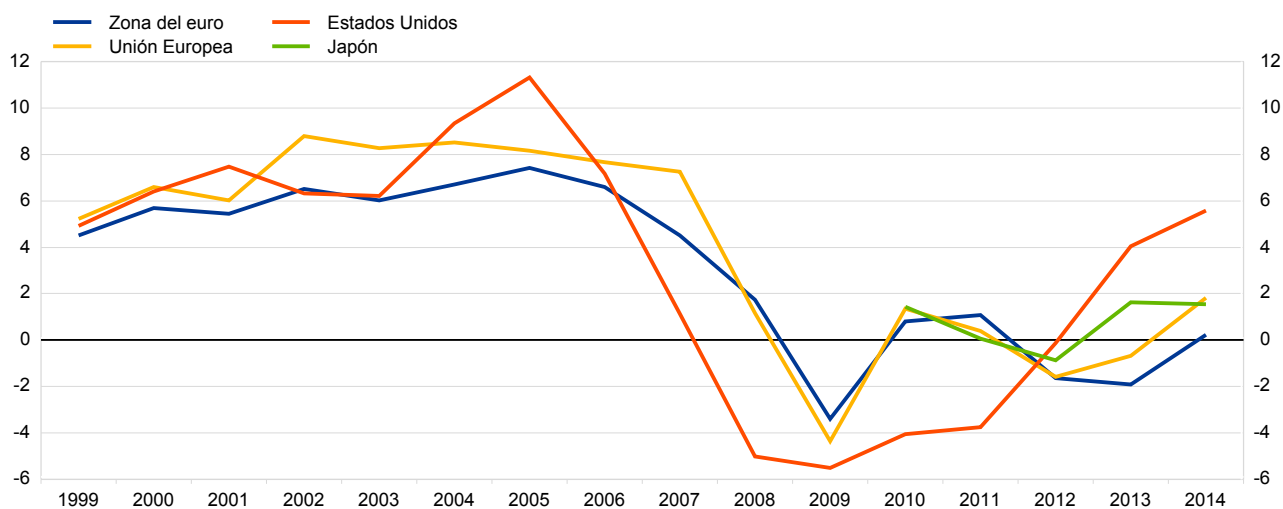
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	5,6	7,8	2,1	3,1	2,5	1,7	0,6
Alemania	1,7	1,4	2,0	2,6	3,0	3,2	3,1
Estonia	6,2	18,1	-1,1	9,9	8,0	10,7	11,0
Irlanda	3,5	10,8	-7,5	-13,9	-11,4	2,1	13,0
Grecia	2,3	8,6	-7,4	-5,5	-11,7	-10,8	-7,5
España	3,7	10,5	-6,8	-7,4	-13,7	-10,6	0,3
Francia	5,7	9,3	-0,2	5,9	-0,5	-2,1	-1,8
Italia	2,5	5,6	-2,4	0,8	-2,8	-5,7	-4,4
Chipre	0,4	19,5	-5,2	-4,1	-5,3	-6,8	-9,0
Letonia	-0,1	17,4	-5,4	10,4	3,0	6,8	6,0
Lituania	8,8	20,6	-6,8	1,3	-3,3	3,6	7,6
Luxemburgo	3,5	3,3	3,6	3,7	4,2	5,0	4,4
Malta	4,7	6,9	1,1	1,3	0,4	2,1	7,0
Países Bajos	3,2	7,4	-3,4	-2,4	-6,5	-6,5	0,9
Austria	2,8	1,0	5,8	4,2	12,4	4,7	3,4
Portugal	-1,7	-	-1,7	-4,9	-7,1	-1,9	4,3
Eslovenia	1,6	14,4	-4,3	2,7	-6,9	-5,2	-6,6
Eslovaquia	3,0	9,9	-3,6	-3,1	-1,1	-0,9	-0,8
Finlandia	4,3	5,5	2,2	2,7	1,6	1,6	-0,6
Zona del euro	3,1	5,5	-0,8	1,1	-1,6	-1,9	0,2
Bulgaria	-3,8	-	-3,8	-5,5	-1,9	-2,2	1,4
República Checa	-0,8	-	-0,8	0,0	-1,4	0,0	2,6
Dinamarca	3,8	10,0	-1,1	-1,7	-2,7	3,9	3,7
Croacia	-3,1	-	-3,1	0,2	-1,6	-4,0	-1,6
Hungría	-1,6	2,3	-2,2	-3,4	-3,8	-2,6	4,3
Polonia	-1,6	1,9	-2,2	-1,3	-4,4	-5,5	1,8
Rumanía	-6,3	-	-6,3	-14,2	-6,5	-0,2	-2,3
Suecia	7,2	8,5	4,9	2,5	1,2	5,5	9,4
Reino Unido	6,9	9,8	2,1	-1,0	1,7	3,5	10,0
Unión Europea	4,0	6,7	-0,5	0,4	-1,6	-0,7	1,8
Estados Unidos	3,1	5,4	-0,7	-3,8	-0,1	4,0	5,6
Japón	0,8	-	0,8	0,1	-0,9	1,6	1,6

Fuentes: Fuentes nacionales y BCE.

1) Datos relativos a Lituania disponibles desde 2000, a Eslovaquia desde 2003, a Alemania y Dinamarca desde 2004, a Estonia desde 2005, a Eslovenia desde 2006, a Chipre, Letonia y Polonia desde 2007, a Hungría y Luxemburgo desde 2008, a Croacia, República Checa, Japón y Portugal desde 2009, y a Bulgaria y Rumanía desde 2010.

Gráfico 3.7 Precios de los inmuebles residenciales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Fuentes nacionales y BCE.

4. Tipos de cambio y balanza de pagos

4.1 Tipos de cambio efectivos

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

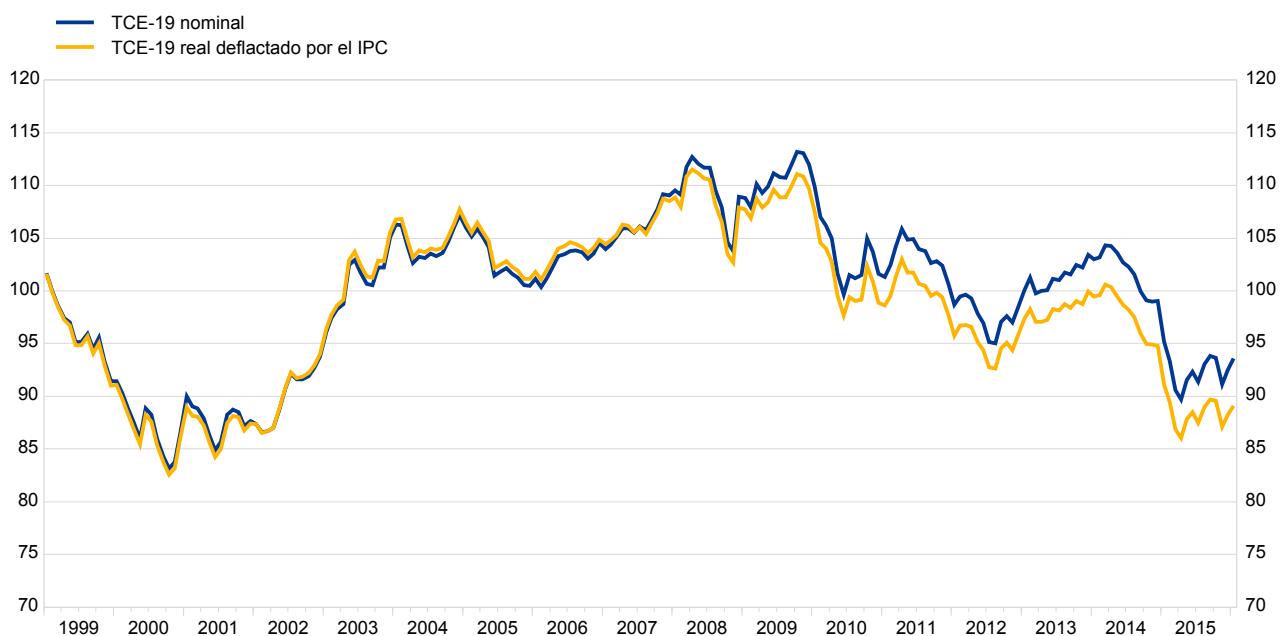
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
TCE-19							
Nominal	99,9	98,8	101,5	97,6	101,2	101,8	92,4
IPC real	98,7	98,8	98,6	95,0	98,2	97,9	88,4
IPRI real	97,7	98,4	96,7	93,3	96,7	96,7	89,2
Deflactor del PIB real	95,6	96,7	93,9	88,0	91,1	91,3	
CLUM real ¹⁾	102,3	99,4	107,0	99,8	102,0	102,2	
CLUT real	99,0	97,3	101,8	95,6	98,8	100,4	
TCE-38							
Nominal	107,1	103,7	112,0	107,0	111,9	114,7	106,5
IPC real	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9

Fuente: BCE.

1) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-18.

Gráfico 4.1 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I TR 1999 = 100)



Fuente: BCE.

4. Tipos de cambio y balanza de pagos

4.2 Tipos de cambio bilaterales

(unidades de moneda nacional por euro; medias del período)

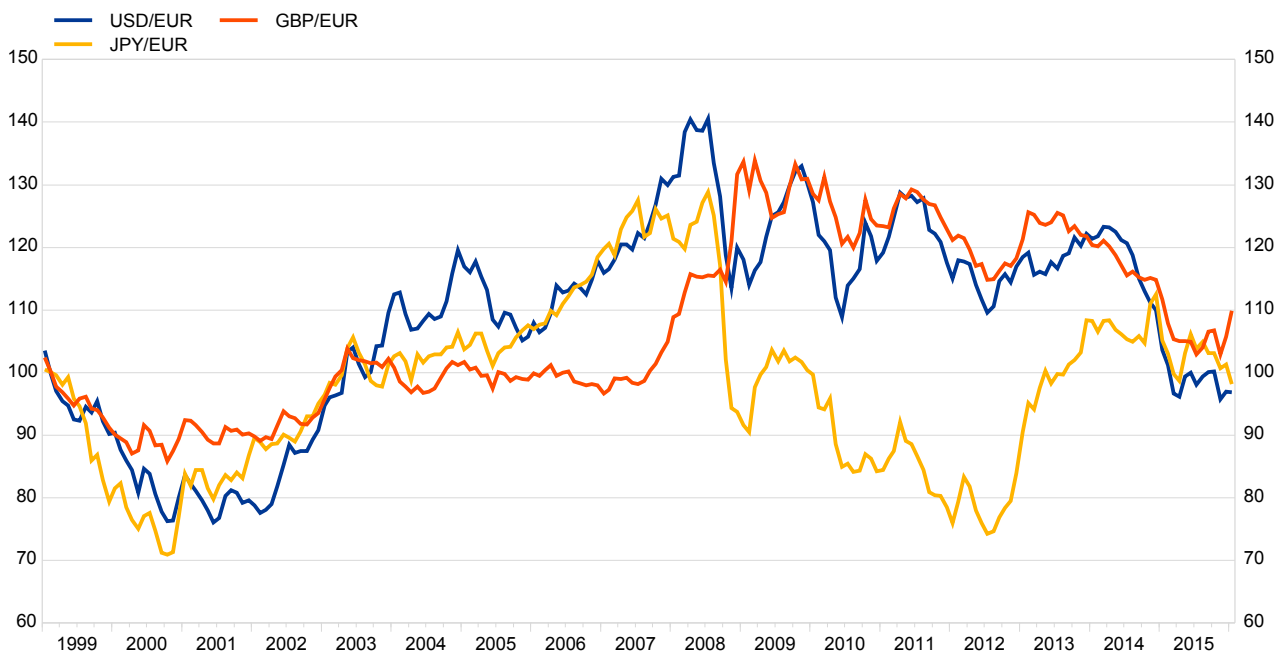
	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Renminbi chino	8,978	9,468	8,418	8,105	8,165	8,186	6,973
Kuna croata	7,444	7,406	7,488	7,522	7,579	7,634	7,614
Corona checa	29,069	31,193	26,036	25,149	25,980	27,536	27,279
Corona danesa	7,448	7,446	7,451	7,444	7,458	7,455	7,459
Forinto húngaro	268,989	253,282	291,429	289,249	296,873	308,706	309,996
Yen japonés	127,872	130,952	123,473	102,492	129,663	140,306	134,314
Eslovi polaco	4,065	3,991	4,170	4,185	4,197	4,184	4,184
Libra esterlina	0,738	0,674	0,830	0,811	0,849	0,806	0,726
Leu rumano	3,634	3,132	4,351	4,459	4,419	4,444	4,445
Corona sueca	9,195	9,132	9,285	8,704	8,652	9,099	9,353
Franco suizo	1,435	1,555	1,263	1,205	1,231	1,215	1,068
Dólar estadounidense	1,218	1,155	1,309	1,285	1,328	1,329	1,110

Fuente: BCE.

1) Datos relativos al renminbi chino y a la kuna croata disponibles desde 2001.

Gráfico 4.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I TR 1999 = 100)



Fuente: BCE.

4. Tipos de cambio y balanza de pagos

4.3 Tipos de cambio efectivos reales¹⁾

(deflactados por los índices de precios de consumo; medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

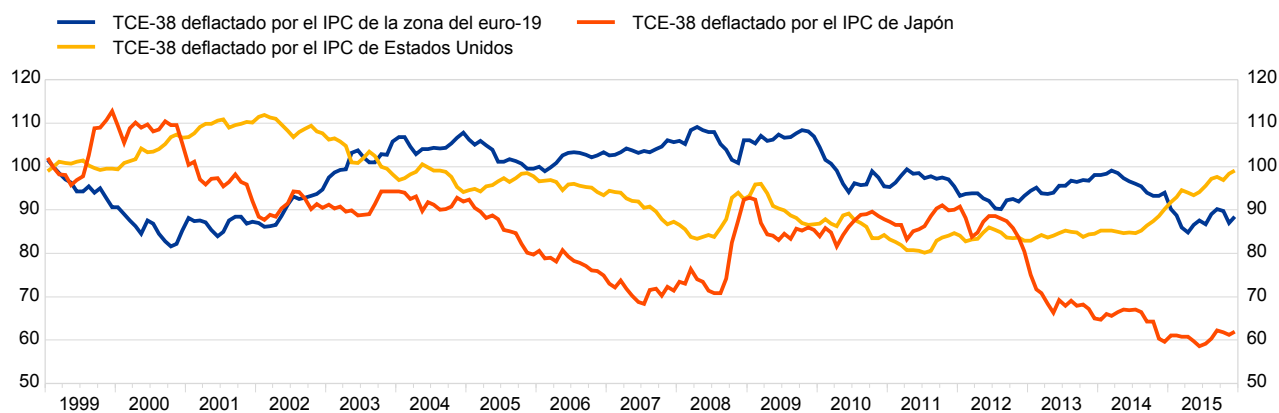
	1999-2015	1999-2015	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Bélgica	99,7	99,2	100,5	98,9	100,5	100,7	96,6
Alemania	93,5	95,3	95,3	88,3	90,3	91,0	86,3
Estonia	113,5	106,5	123,4	121,1	124,5	126,4	125,1
Irlanda	108,7	108,9	108,4	105,1	106,8	106,0	97,9
Grecia	101,4	99,7	103,9	103,7	102,5	100,8	95,7
España	106,3	104,8	108,4	107,0	108,7	108,1	102,8
Francia	96,6	97,6	95,2	93,3	94,4	94,7	90,5
Italia	100,1	100,2	99,8	98,3	99,8	99,9	95,1
Chipre	104,8	104,0	106,0	105,8	106,3	105,6	100,0
Letonia	109,0	104,7	115,0	113,9	112,5	113,9	113,2
Lituania	121,5	115,7	129,7	127,6	128,7	130,1	127,5
Luxemburgo	106,1	104,4	108,5	107,6	109,0	109,2	104,7
Malta	105,9	105,1	107,1	104,9	106,7	106,7	101,4
Países Bajos	101,7	102,5	100,4	97,6	100,7	100,7	95,3
Austria	96,5	97,0	95,6	93,8	95,7	97,0	94,5
Portugal	102,9	103,1	102,5	102,2	102,2	101,6	99,2
Eslovenia	100,1	99,4	101,1	99,6	101,1	101,4	97,7
Eslovaquia	161,1	139,4	192,1	190,7	193,2	193,4	187,2
Finlandia	96,3	96,9	95,3	92,6	94,8	96,6	93,3
Zona del euro	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9
Bulgaria	132,4	120,8	148,8	148,5	148,7	146,8	140,7
República Checa	132,3	122,4	146,5	149,1	146,2	138,1	134,5
Dinamarca	99,1	99,4	98,5	96,5	97,1	97,7	93,8
Croacia	104,9	103,7	106,6	103,9	105,5	105,0	100,6
Hungría	129,2	125,3	134,8	135,7	134,4	129,1	123,5
Polonia	117,7	117,4	118,1	117,1	117,6	118,1	113,3
Rumanía	132,8	127,4	140,5	135,9	141,4	142,8	137,7
Suecia	93,7	95,2	91,5	94,5	96,1	91,6	85,8
Reino Unido	90,9	97,9	81,0	80,6	79,4	84,9	88,8
Unión Europea	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos	94,3	99,3	87,0	84,0	84,2	86,1	95,5
Japón	84,4	89,4	77,3	86,4	68,9	64,9	60,7

Fuente: BCE.

1) Para la zona del euro en su conjunto se presenta el tipo de cambio efectivo real del euro frente a las monedas de 38 socios comerciales. Para los distintos países de la zona del euro, el cuadro presenta los indicadores armonizados de competitividad calculados frente a esos mismos socios comerciales y los demás países de la zona del euro. Para los países no pertenecientes a la zona del euro se muestra el tipo de cambio efectivo real del euro frente a 38 socios comerciales. Una variación positiva indica una disminución de la competitividad-precio.

Gráfico 4.3 Tipos de cambio efectivos reales

(deflactados por índices de precios de consumo; medias mensuales; índice: I TR 1999 = 100)



Fuente: BCE.

4. Tipos de cambio y balanza de pagos

4.4 Balanza de pagos: saldo de la cuenta corriente

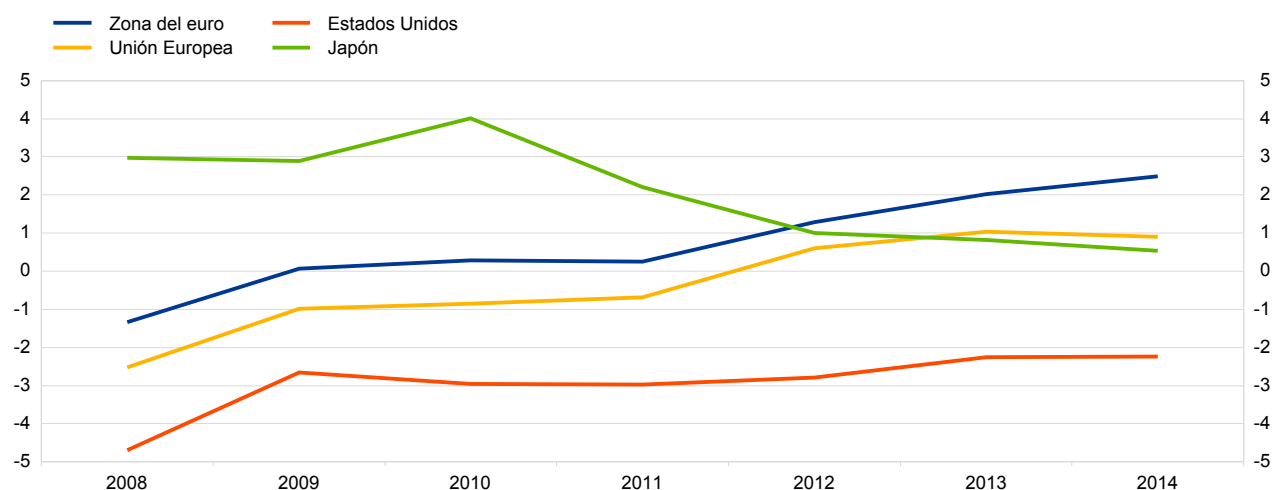
(en porcentaje del PIB; medias del período; datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)

	2008-2014	2008-2011	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2
Alemania	6,3	5,7	7,1	6,2	7,0	6,7	7,8
Estonia	-0,6	-0,7	-0,5	1,4	-2,6	-0,1	1,2
Irlanda	-0,3	-1,8	1,8	0,9	-1,6	3,2	3,8
Grecia	-7,3	-11,2	-2,2	-10,0	-2,4	-2,0	-2,0
España	-2,6	-5,1	0,8	-3,2	-0,2	1,5	1,0
Francia	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0
Italia	-1,3	-2,8	0,8	-3,1	-0,4	0,9	2,0
Chipre	-7,5	-9,4	-5,0	-4,0	-5,9	-4,6	-4,6
Letonia	-2,1	-1,6	-2,9	-3,0	-3,7	-2,7	-2,3
Lituania	-1,6	-4,0	1,5	-4,1	-1,3	1,7	4,0
Luxemburgo	6,7	6,9	6,3	6,4	6,6	6,3	6,2
Malta	-0,7	-3,6	3,1	-2,4	1,4	3,8	4,2
Países Bajos	8,5	6,6	11,1	9,1	11,0	11,3	11,0
Austria	2,5	2,9	1,9	1,7	1,5	2,1	2,1
Portugal	-5,5	-9,6	0,0	-6,0	-2,0	1,4	0,6
Eslovenia	1,4	-1,4	5,2	0,2	2,6	5,8	7,2
Eslovaquia	-2,4	-4,9	0,9	-5,0	1,0	1,6	0,1
Finlandia	-0,2	0,9	-1,6	-1,8	-2,0	-1,8	-1,0
Zona del euro	0,7	-0,2	1,9	0,2	1,3	2,0	2,5
Bulgaria	-3,7	-7,2	1,0	1,0	-0,3	2,0	1,3
República Checa	-1,6	-2,5	-0,5	-2,2	-1,6	-0,5	0,6
Dinamarca	5,5	4,3	7,2	5,8	5,9	7,5	8,2
Croacia	-2,0	-3,9	0,4	-0,8	-0,2	0,9	0,6
Hungría	0,2	-1,7	2,7	0,8	1,8	4,0	2,2
Polonia	-4,0	-5,3	-2,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1
Rumanía	-4,6	-6,4	-2,1	-4,8	-4,7	-1,2	-0,5
Suecia	6,9	6,7	7,1	7,4	7,4	7,6	6,3
Reino Unido	-3,6	-2,8	-4,8	-1,7	-3,6	-4,8	-5,9
Unión Europea	-0,4	-1,3	0,8	-0,7	0,6	1,0	0,9
Estados Unidos	-2,9	-3,3	-2,4	-3,0	-2,8	-2,3	-2,2
Japón	2,1	3,0	0,8	2,2	1,0	0,8	0,5

Fuentes: BCE, BPI y Eurostat.

Gráfico 4.4 Balanza de pagos: saldo de la cuenta corriente

(en porcentaje del PIB, datos sin ajustar de efectos estacionales y de calendario)



Fuentes: BCE, BPI y Eurostat.

4. Tipos de cambio y balanza de pagos

4.5 Posición de inversión internacional neta

(en porcentaje del PIB; medias a fin de período)

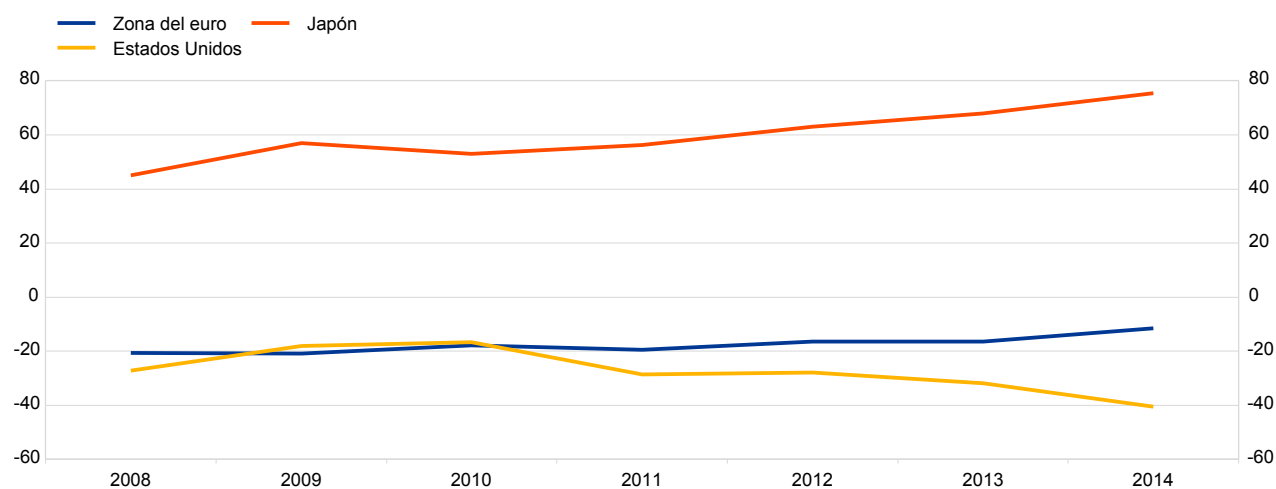
	2008-2014 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	58,0	58,5	57,2	62,1	53,9	54,7	63,0
Alemania	29,0	23,0	36,9	23,6	29,5	36,4	44,9
Estonia	-62,6	-70,4	-52,2	-57,6	-55,1	-52,7	-48,9
Irlanda	-104,2	-89,8	-123,5	-107,0	-133,1	-128,8	-108,6
Grecia	-98,7	-84,8	-117,3	-85,9	-111,1	-120,9	-119,8
España	-90,9	-88,5	-94,3	-92,0	-90,1	-96,8	-95,9
Francia	-13,5	-10,8	-17,1	-7,6	-13,2	-18,0	-20,3
Italia	-25,8	-23,3	-29,1	-22,2	-27,6	-30,3	-29,4
Chipre	-120,2	-106,2	-138,7	-134,6	-133,4	-140,3	-142,5
Letonia	-78,8	-82,6	-73,8	-79,7	-75,6	-74,9	-70,8
Lituania	-54,4	-55,1	-53,4	-55,3	-57,7	-51,4	-51,2
Luxemburgo	16,5	-0,7	39,5	30,8	38,7	39,0	40,7
Malta	16,5	8,6	27,1	8,9	22,1	21,7	37,4
Países Bajos	21,4	5,7	42,2	19,8	31,4	32,8	62,4
Austria	-3,1	-5,5	0,2	-2,0	-3,2	1,4	2,3
Portugal	-107,6	-101,4	-115,9	-100,5	-113,5	-118,2	-115,9
Eslovenia	-45,4	-43,8	-47,6	-45,7	-50,6	-47,2	-44,9
Eslovaquia	-64,5	-62,7	-67,0	-65,7	-63,9	-65,8	-71,3
Finlandia	6,5	7,7	5,0	15,5	12,4	5,8	-3,3
Zona del euro	-17,7	-19,8	-14,9	-19,5	-16,5	-16,6	-11,6
Bulgaria	-84,9	-91,2	-80,8	-89,2	-85,1	-79,2	-78,0
República Checa	-41,3	-42,3	-40,1	-44,3	-46,9	-39,3	-34,2
Dinamarca	23,3	9,3	42,1	28,2	37,6	39,6	49,0
Croacia	-87,1	-85,8	-88,7	-90,7	-90,0	-88,7	-87,5
Hungría	-95,4	-104,5	-83,4	-95,2	-93,9	-84,4	-71,9
Polonia	-62,2	-57,2	-68,8	-57,7	-67,7	-70,4	-68,2
Rumanía	-62,4	-59,4	-66,4	-66,7	-70,1	-66,9	-62,2
Suecia	-6,9	-2,2	-13,1	-11,1	-16,2	-16,8	-6,3
Reino Unido	-13,2	-6,5	-22,1	-7,9	-22,8	-15,3	-28,2
Unión Europea	-	-	-	-	-	-	-
Estados Unidos	-27,3	-22,7	-33,5	-28,7	-28,0	-32,0	-40,5
Japón	59,7	52,8	68,8	56,4	63,0	68,0	75,3

Fuentes: BCE y BPI.

1) Datos relativos a Bulgaria disponibles desde 2010.

Gráfico 4.5 Posición de inversión internacional neta

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y BPI.

5. Evolución de las finanzas públicas

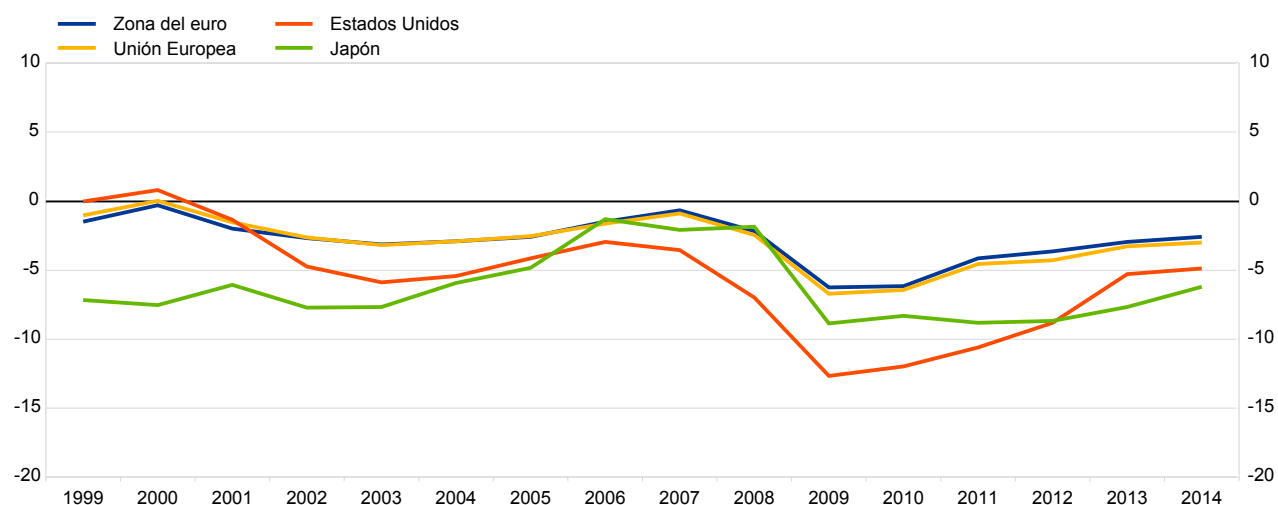
5.1 Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (en porcentaje del PIB)

	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	-1,8	-0,6	-3,9	-4,1	-4,1	-2,9	-3,1
Alemania	-1,8	-2,1	-1,4	-1,0	-0,1	-0,1	0,3
Estonia	0,3	0,6	-0,1	1,2	-0,3	-0,1	0,7
Irlanda	-7,0	-0,2	-12,7	-12,5	-8,0	-5,7	-3,9
Grecia	-9,4	-7,6	-10,2	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
España	-3,5	-0,3	-8,8	-9,5	-10,4	-6,9	-5,9
Francia	-3,6	-2,6	-5,3	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9
Italia	-3,2	-2,9	-3,7	-3,5	-3,0	-2,9	-3,0
Chipre	-3,5	-2,1	-5,9	-5,7	-5,8	-4,9	-8,9
Letonia	-2,7	-1,9	-4,0	-3,4	-0,8	-0,9	-1,6
Lituania	-3,1	-1,9	-5,2	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7
Luxemburgo	0,9	1,6	0,3	0,5	0,2	0,7	1,4
Malta	-3,0	-3,2	-2,9	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1
Países Bajos	-1,7	-0,5	-3,9	-4,3	-3,9	-2,4	-2,4
Austria	-2,5	-2,1	-3,1	-2,6	-2,2	-1,3	-2,7
Portugal	-5,5	-4,2	-7,7	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2
Eslovenia	-4,0	-2,2	-7,0	-6,6	-4,1	-15,0	-5,0
Eslovaquia	-4,9	-4,9	-4,8	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8
Finlandia	1,5	3,8	-2,4	-1,0	-2,1	-2,5	-3,3
Zona del euro	-2,8	-1,9	-4,3	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6
Bulgaria	-0,6	0,6	-2,7	-2,0	-0,6	-0,8	-5,8
República Checa	-3,5	-3,6	-3,3	-2,7	-4,0	-1,3	-1,9
Dinamarca	0,8	2,4	-1,8	-2,1	-3,6	-1,3	1,5
Croacia	-4,7	-3,6	-6,0	-7,8	-5,3	-5,4	-5,6
Hungría	-5,1	-6,0	-3,7	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5
Polonia	-4,4	-3,9	-5,1	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3
Rumanía	-3,6	-2,9	-4,7	-5,4	-3,2	-2,2	-1,4
Suecia	0,5	1,2	-0,8	-0,1	-0,9	-1,4	-1,7
Reino Unido	-4,3	-2,1	-8,0	-7,7	-8,3	-5,7	-5,7
Unión Europea	-2,9	-1,9	-4,7	-4,5	-4,3	-3,3	-3,0
Estados Unidos	-5,5	-3,4	-9,0	-10,6	-8,8	-5,3	-4,9
Japón	-6,3	-5,2	-8,1	-8,8	-8,7	-7,7	-6,2

Fuentes: SEBC y OCDE.

1) Datos relativos a Grecia disponibles desde 2006, a Croacia desde 2002 y a Luxemburgo desde 2000.

Gráfico 5.1 Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: SEBC y OCDE.

5. Evolución de las finanzas públicas

5.2 Saldo primario de las Administraciones Públicas¹⁾ (en porcentaje del PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2014 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	2,8	4,7	-0,4	-0,5	-0,6	0,4	0,0
Alemania	0,8	0,8	0,9	1,5	2,2	1,9	2,1
Estonia	0,5	0,8	0,1	1,3	-0,1	0,0	0,8
Irlanda	-2,2	2,1	-9,3	-9,1	-4,0	-1,4	0,1
Grecia	-4,4	-3,0	-5,0	-3,0	-3,7	-8,4	0,4
España	-1,1	2,0	-6,2	-7,0	-7,5	-3,5	-2,5
Francia	-1,0	0,1	-2,9	-2,5	-2,2	-1,8	-1,8
Italia	1,9	2,4	1,0	1,2	2,2	1,9	1,6
Chipre	-0,7	0,9	-3,4	-3,5	-2,9	-1,8	-6,0
Letonia	-1,7	-1,3	-2,4	-1,6	0,8	0,6	-0,1
Lituania	-1,8	-0,8	-3,5	-7,1	-1,2	-0,9	0,9
Luxemburgo	1,9	2,8	0,7	1,0	0,6	1,1	1,8
Malta	-0,7	-1,2	0,2	0,6	-0,6	0,3	0,8
Países Bajos	0,5	2,1	-2,2	-2,5	-2,2	-0,9	-0,9
Austria	0,6	1,2	-0,3	0,2	0,5	1,3	-0,2
Portugal	-2,2	-1,4	-3,5	-3,1	-0,8	0,0	-2,3
Eslovenia	-2,1	-0,4	-4,9	-4,7	-2,1	-12,4	-1,9
Eslovaquia	-2,7	-2,4	-3,2	-2,6	-2,4	-0,8	-0,9
Finlandia	3,2	5,8	-1,0	0,4	-0,7	-1,3	-2,1
Zona del euro	0,3	1,3	-1,5	-1,2	-0,6	-0,2	0,1
Bulgaria	1,1	2,9	-2,0	-1,3	0,2	0,0	-4,9
República Checa	-2,4	-2,6	-2,0	-1,4	-2,5	0,1	-0,6
Dinamarca	3,2	5,0	0,0	-0,1	-1,8	0,5	3,1
Croacia	-2,3	-1,7	-2,9	-4,7	-2,0	-1,9	-2,1
Hungría	-0,7	-1,5	0,7	-1,3	2,3	2,0	1,5
Polonia	-1,8	-1,2	-2,7	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4
Rumanía	-1,6	-0,8	-3,1	-3,8	-1,4	-0,4	0,3
Suecia	2,3	3,5	0,2	1,0	0,0	-0,6	-1,0
Reino Unido	-1,9	0,1	-5,2	-4,5	-5,4	-2,8	-3,0
Unión Europea	0,0	1,1	-2,0	-1,6	-1,4	-0,6	-0,5
Estados Unidos	-1,9	0,1	-5,3	-6,7	-5,0	-1,7	-1,4
Japón	-4,1	-2,9	-6,0	-6,7	-6,6	-5,6	-4,1

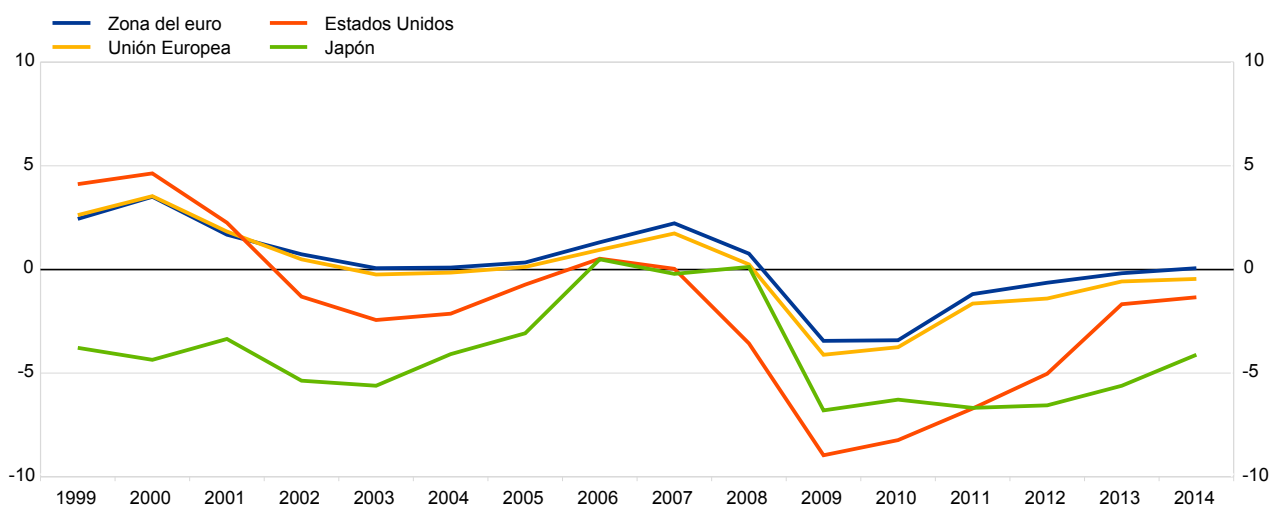
Fuentes: SEBC y OCDE.

1) Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas excluido el gasto por intereses.

2) Datos relativos a Grecia disponibles desde 2006, a Luxemburgo desde 2000 y a Croacia desde 2002.

Gráfico 5.2 Saldo primario de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: SEBC y OCDE.

5. Evolución de las finanzas públicas

5.3 Gasto de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)

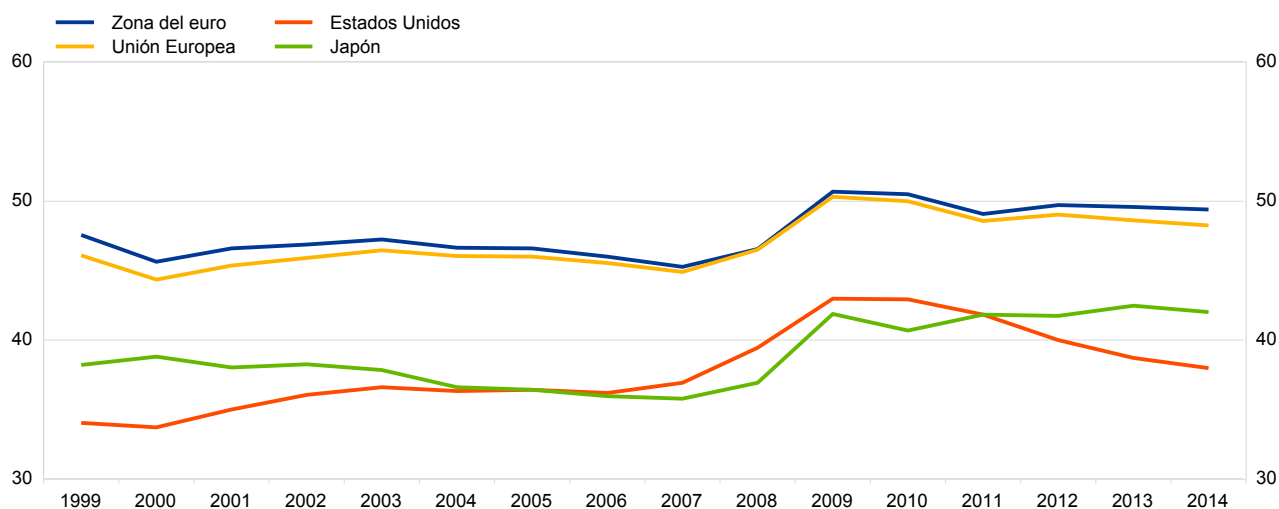
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	51,5	49,6	54,7	54,4	55,8	55,6	55,1
Alemania	45,7	45,8	45,5	44,7	44,4	44,5	44,3
Estonia	37,4	35,9	39,9	37,4	39,1	38,3	38,0
Irlanda	38,7	34,1	46,3	45,5	41,8	39,7	38,2
Grecia	52,2	47,7	54,4	54,2	55,2	60,8	49,9
España	41,5	39,0	45,8	45,6	48,0	45,1	44,5
Francia	53,9	52,3	56,8	55,9	56,8	57,0	57,5
Italia	48,3	47,0	50,5	49,1	50,8	51,0	51,2
Chipre	39,7	37,5	43,3	42,5	41,9	41,4	49,3
Letonia	37,3	35,8	39,7	39,0	37,0	36,9	37,3
Lituania	37,4	36,2	39,4	42,5	36,1	35,6	34,8
Luxemburgo	41,3	39,7	43,7	43,3	44,6	43,3	42,4
Malta	42,1	42,1	42,2	40,9	42,5	42,6	44,0
Países Bajos	44,7	43,2	47,2	47,0	47,1	46,4	46,2
Austria	51,3	50,8	52,1	50,8	51,1	50,9	52,7
Portugal	46,8	44,6	50,4	50,0	48,5	49,9	51,7
Eslovenia	47,3	45,1	51,0	50,0	48,6	60,3	49,8
Eslovaquia	41,7	41,8	41,5	40,5	40,1	41,0	41,6
Finlandia	51,4	48,6	56,0	54,4	56,1	57,6	58,3
Zona del euro	47,7	46,5	49,8	49,1	49,7	49,6	49,4
Bulgaria	37,9	38,2	37,4	34,1	34,7	37,6	42,1
República Checa	42,5	42,2	43,2	42,9	44,5	42,6	42,6
Dinamarca	54,0	52,1	57,2	56,8	58,8	57,1	56,9
Croacia	46,7	45,9	47,7	48,8	47,1	47,8	48,2
Hungría	49,4	49,2	49,7	49,7	48,6	49,5	49,9
Polonia	43,9	44,2	43,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Rumanía	36,7	36,1	37,6	39,1	36,5	35,2	34,9
Suecia	52,5	52,9	51,8	50,5	51,7	52,4	51,8
Reino Unido	43,4	41,3	46,8	46,9	46,8	44,9	43,9
Unión Europea	47,0	45,7	49,1	48,6	49,0	48,6	48,2
Estados Unidos	37,8	36,1	40,7	41,8	40,0	38,7	38,0
Japón	39,0	37,3	41,8	41,8	41,8	42,5	42,0

Fuentes: SEBC y OCDE.

1) Datos relativos a Grecia disponibles desde 2006, a Luxemburgo desde 2000 y a Croacia desde 2002.

Gráfico 5.3 Gasto de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: SEBC y OCDE.

5. Evolución de las finanzas públicas

5.4 Deuda de las Administraciones Públicas¹⁾

(en porcentaje del PIB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Bélgica	100,9	99,8	102,8	102,2	104,1	105,1	106,7
Alemania	68,1	62,5	77,3	78,4	79,7	77,4	74,9
Estonia	6,2	5,0	8,2	5,9	9,5	9,9	10,4
Irlanda	58,0	32,2	100,9	109,3	120,2	120,0	107,5
Grecia	146,5	106,2	160,0	172,0	159,4	177,0	178,6
España	58,4	47,3	76,8	69,5	85,4	93,7	99,3
Francia	72,2	63,1	87,2	85,2	89,6	92,3	95,6
Italia	109,8	102,8	121,4	116,4	123,2	128,8	132,3
Chipre	65,2	57,8	77,7	65,8	79,3	102,5	108,2
Letonia	23,5	12,8	41,4	42,8	41,4	39,1	40,8
Lituania	26,1	19,6	36,9	37,2	39,8	38,8	40,7
Luxemburgo	12,6	7,4	20,4	19,2	22,1	23,4	23,0
Malta	66,5	65,3	68,5	69,8	67,6	69,6	68,3
Países Bajos	54,7	49,6	63,3	61,7	66,4	67,9	68,2
Austria	72,2	66,4	81,8	82,2	81,6	80,8	84,2
Portugal	80,3	60,8	112,8	111,4	126,2	129,0	130,2
Eslovenia	36,1	25,3	54,1	46,4	53,7	70,8	80,8
Eslovaquia	42,1	39,3	46,7	43,3	51,9	54,6	53,5
Finlandia	44,0	39,8	50,9	48,5	52,9	55,6	59,3
Zona del euro	74,9	67,8	86,8	86,0	89,3	91,1	92,1
Bulgaria	30,0	38,1	17,9	15,3	17,6	18,0	27,0
República Checa	30,9	25,0	40,8	39,9	44,7	45,2	42,7
Dinamarca	43,3	42,7	44,2	46,4	45,6	45,0	45,1
Croacia	51,7	38,4	67,3	63,7	69,2	80,8	85,1
Hungría	66,9	60,0	78,4	80,8	78,3	76,8	76,2
Polonia	46,8	43,1	53,0	54,4	54,0	55,9	50,4
Rumanía	24,4	18,8	33,8	34,2	37,4	38,0	39,9
Suecia	44,6	47,7	39,5	36,9	37,2	39,8	44,9
Reino Unido	55,8	40,9	80,6	81,8	85,3	86,2	88,2
Unión Europea	68,4	60,6	81,4	81,0	83,8	85,5	86,8
Estados Unidos	68,5	55,3	90,5	90,9	94,3	96,4	96,5
Japón	179,8	156,2	219,0	219,1	225,8	232,5	236,4

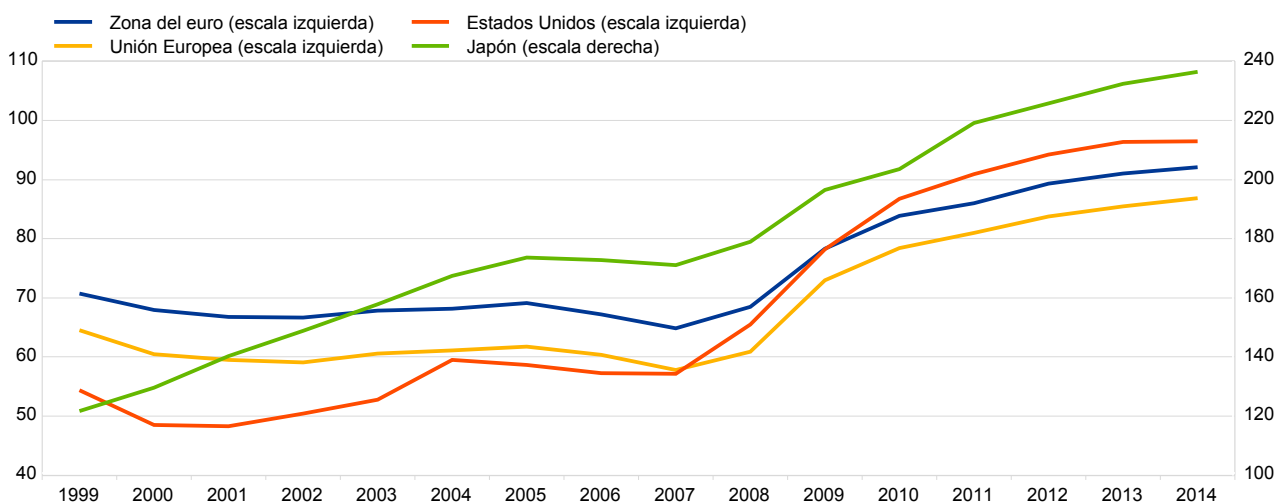
Fuentes: SEBC y OCDE.

1) Deuda bruta (incluye efectivo, depósitos, valores representativos de deuda y préstamos). Datos consolidados entre los subsectores de las Administraciones Públicas, excepto para Japón.

2) Datos relativos a Grecia disponibles desde 2007, a Luxemburgo y Bulgaria desde 2000, y a Croacia desde 2002.

Gráfico 5.4 Deuda de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: SEBC y OCDE.

Abreviaturas de países

Estados miembros de la UE

BE	Bélgica
BG	Bulgaria
CZ	República Checa
DK	Dinamarca
DE	Alemania
EE	Estonia
IE	Irlanda
GR	Grecia
ES	España
FR	Francia
HR	Croacia
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

Otros países

BR	Brasil
CN	China
IN	India
ID	Indonesia
JP	Japón
MY	Malasia
MX	México
RU	Rusia
ZA	Sudáfrica
KR	Corea del Sur
TH	Tailandia
TR	Turquía
US	Estados Unidos

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

© Banco Central Europeo, 2016

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono +49 69 1344 0
Sitio web www.ecb.europa.eu

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

La recepción de datos para elaborar este informe se cerró el 12 de febrero de 2016.

Fotografías	Andreas Böttcher Thorsten Jansen
ISSN	1725-2873 (edición epub)
ISSN	1725-2873 (edición en html)
ISSN	1725-2873 (edición electrónica)
ISBN	978-92-899-2016-2 (edición epub)
ISBN	978-92-899-2126-8 (edición en html)
ISBN	978-92-899-2012-4 (edición electrónica)
DOI	10.2866/06827 (edición epub)
DOI	10.2866/524568 (edición en html)
DOI	10.2866/346104 (edición electrónica)
Número de catálogo UE	QB-AA-16-001-ES-E (edición epub)
Número de catálogo UE	QB-AA-16-001-ES-Q (edición en html)
Número de catálogo UE	QB-AA-16-001-ES-N (edición electrónica)