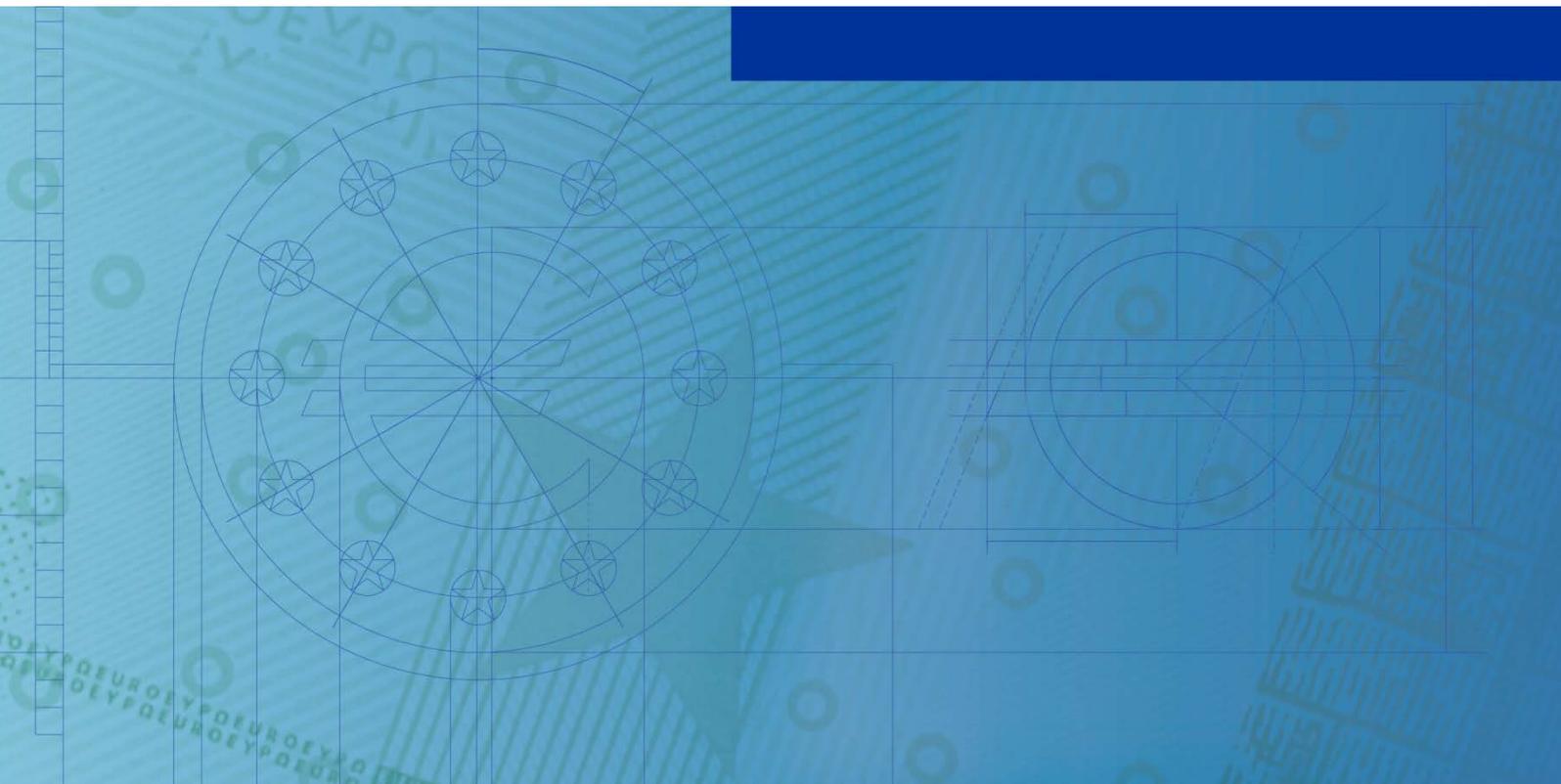




BANCO CENTRAL EUROPEO
EUROSISTEMA

Informe Anual

2017



Índice

El año en síntesis	4
El año en cifras	7
Políticas y actividades del BCE en el entorno económico y financiero de 2017	9
1 La recuperación económica de la zona del euro se vio respaldada por factores favorables y por la política monetaria	9
1.1 El crecimiento económico mundial cobró impulso	10
1.2 Evolución macroeconómica, fiscal y estructural de la zona del euro	14
Recuadro 1 Políticas estructurales en el mercado de trabajo de la zona del euro	23
Recuadro 2 Análisis de la dinámica de la inflación subyacente	25
Recuadro 3 ¿Qué factores impulsan la aplicación de reformas estructurales?	28
1.3 Evolución financiera y monetaria	30
Recuadro 4 La dimensión estructural de la financiación de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro	37
2 Política monetaria: paciencia, perseverancia y prudencia	42
2.1 La orientación de la política monetaria: un grado muy considerable de acomodación	43
Recuadro 5 Índices de referencia del mercado monetario de la zona del euro: evolución reciente	46
2.2 La transmisión efectiva de las medidas de política monetaria del BCE	48
2.3 Evolución del balance del Eurosistema	55
3 El sector financiero europeo: resistente pero ante retos	58
3.1 Riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero de la zona del euro	59
Recuadro 6 Evolución de los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales de la zona del euro	63

3.2	La función macroprudencial del BCE	66
3.3	Contribución del BCE a las iniciativas en materia de regulación	69
3.4	La función microprudencial del BCE	74
4	Infraestructuras de mercado y pagos	75
4.1	Innovación e integración de las infraestructuras de mercado y de los pagos	76
4.2	Seguridad de las infraestructuras de mercado y de los pagos	78
Recuadro 7	Pagos inmediatos e innovación en los pagos minoristas	79
Recuadro 8	La ciberresiliencia del ecosistema financiero	81
5	Servicios financieros a otras instituciones	83
5.1	Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo	83
5.2	Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema	83
6	Billetes y monedas	84
6.1	Circulación de billetes y monedas	84
Recuadro 9	El uso del efectivo por los hogares de la zona del euro	86
6.2	Falsificación de billetes en euros	88
6.3	Segunda serie de billetes en euros	89
7	Estadísticas	90
7.1	Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	90
7.2	Otras innovaciones estadísticas	91
Recuadro 10	Cooperación europea e internacional en materia de estadísticas	94
Recuadro 11	El desarrollo de AnaCredit: características principales	96
8	Investigación económica	98
8.1	Prioridades de investigación del BCE	98
8.2	Grupos (<i>clusters</i>) y redes de investigación del Eurosistema/SEBC	99

8.3	Conferencias y publicaciones	101
9	Asuntos jurídicos	102
9.1	Participación del BCE en procedimientos judiciales a nivel de la UE	102
9.2	Dictámenes del BCE y casos de incumplimiento	104
9.3	Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	107
10	Cooperación europea e internacional	109
10.1	Relaciones europeas	109
10.2	Relaciones internacionales	111
11	Comunicación externa	113
11.1	Las actividades de comunicación son un aspecto crucial de la política del BCE	113
11.2	Mejora de las actividades de divulgación	114
12	Gobierno corporativo e institucional	116
13	Organización y Recursos Humanos	118
	Cuentas Anuales	A1
	Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2017	C1
	Estadísticas (sección disponible solo en inglés)	S1

El año en síntesis



En 2017, la recuperación económica de la zona del euro se materializó en una expansión sólida y generalizada. La **economía creció un 2,5 %** y cerró el año con dieciocho trimestres de crecimiento ininterrumpido. Se trata de la expansión más intensa de los últimos diez años y la más prolongada de los últimos veinte. La **dispersión de las tasas de crecimiento entre los países de la zona del euro se redujo** hasta su nivel más bajo desde el inicio de la Unión Monetaria.

El vigoroso crecimiento permitió que la recuperación del mercado de trabajo continuara a buen ritmo. El **empleo aumentó un 1,6 %** hasta situarse en su máximo histórico, impulsado por tasas de participación sin precedentes de las mujeres y los trabajadores de más edad. El desempleo se redujo hasta su nivel más bajo desde enero de 2009. En total, se han creado 7,5 millones de empleos desde mediados de 2013, cifra que compensa el número total de puestos de trabajo destruidos durante la crisis.

Como en años anteriores, la política monetaria del BCE desempeñó un papel fundamental en este proceso de recuperación y convergencia. En 2017 desaparecieron en gran medida las anteriores asimetrías en la transmisión de nuestra política monetaria y las condiciones de financiación se estabilizaron en mínimos históricos en toda la zona del euro. Estos factores contribuyeron a que el crédito al sector privado registrara su mayor crecimiento desde el inicio de la crisis en 2008.

Sin embargo, el sólido comportamiento de la economía real no vino acompañado por una evolución similar de la inflación. Aunque la **inflación general** se recuperó desde los mínimos registrados en el pasado, **situándose en un promedio del 1,5 %** durante el año, las presiones internas sobre los precios siguieron siendo débiles y la inflación subyacente no mostró signos de una tendencia sostenida al alza.

Las divergentes perspectivas de crecimiento e inflación determinaron las **decisiones de política monetaria** del BCE durante el año, haciéndonos recalibrar nuestro programa de compras de activos.

En octubre, el Consejo de Gobierno decidió continuar reduciendo el ritmo de las compras mensuales de activos, de 60 mm a 30 mm de euros, y prolongar el programa al menos nueve meses, hasta septiembre de 2018. Asimismo, en marzo de 2018, el Consejo de Gobierno eliminó de su comunicado oficial la referencia explícita a su disposición a ampliar el programa de compras de activos si las perspectivas fueran menos favorables.

Las decisiones del Consejo de Gobierno reflejaban su mayor confianza en las perspectivas económicas, ya que en este contexto una orientación inalterada de la política monetaria se habría tornado crecientemente expansiva. Pero también reconocían que se necesitaba paciencia para que aumentaran las presiones inflacionistas, y persistencia en nuestra política monetaria para que la dinámica de la inflación fuera duradera y autosostenida.

Aunque la política monetaria está produciendo los efectos deseados, también puede tener efectos colaterales. Por ello, en 2017, el BCE continuó realizando un atento seguimiento de los **riesgos para la estabilidad financiera**, que parecían estar contenidos.

El mayor crecimiento nominal contribuyó a reducir los riesgos al mejorar la sostenibilidad de la deuda de las empresas y de los hogares. Las ratios de deuda en ambos sectores cayeron hasta niveles de principios de 2008, lo que indica que la recuperación no se ha producido a costa del reapalancamiento del sector privado. De hecho, prácticamente por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria, el gasto privado ha aumentado mientras que el endeudamiento privado se ha reducido.

La mejora de la economía también ofreció a los bancos una oportunidad para seguir reforzando sus balances, y contribuyó a estabilizar su rentabilidad gracias al aumento de los volúmenes de negocio y a los menores costes derivados del deterioro de los activos. La capacidad de absorción de perturbaciones de los bancos continuó aumentando, situándose las ratios de capital de nivel 1 ordinario (CET1) en el 14,5 % en el tercer trimestre de 2017, y la calidad de los activos mejoró.

Los bancos de la zona del euro aceleraron la reducción de sus volúmenes de **préstamos dudosos**, que pasaron del 8 % del total de préstamos en 2014, al 5,2 % en el tercer trimestre de 2017. Solo en los tres primeros trimestres de 2017 disminuyeron en 119 mm de euros, obedeciendo una proporción cada vez mayor de este descenso a las ventas en los mercados secundarios. A ello contribuyeron las iniciativas del BCE para mejorar la transparencia en los mercados de préstamos dudosos. No obstante, siguen siendo necesarios esfuerzos adicionales para reducir los elevados niveles de estos préstamos.

El BCE también continuó realizando un seguimiento de las condiciones en los mercados financieros. Estos permanecieron relativamente tranquilos en 2017, aunque siguieron siendo vulnerables a una reevaluación brusca del riesgo y a aumentos de la volatilidad. Estos riesgos se materializaron en los mercados internacionales de renta variable a principios de 2018, sin que hasta la fecha se hayan producido contagios significativos a los mercados de crédito de la zona del euro ni, por tanto, a las condiciones financieras generales.

En 2017 también se lograron importantes progresos en relación con la arquitectura de pagos de la zona del euro. Se completó la última fase de la migración a **TARGET2-Securities**, que procesó una media de 556.684 operaciones al día a partir de entonces. Asimismo, se puso en circulación el nuevo billete de 50€, que mejora la seguridad de los pagos para los ciudadanos de la zona del euro, quienes siguen prefiriendo el efectivo como medio de pago en los puntos de venta.

Por último, el BCE adoptó varias medidas para mejorar su **transparencia y rendición de cuentas** ante los ciudadanos de la UE. En 2017 respondimos a 138 preguntas de los miembros del Parlamento Europeo. También inauguramos nuestro nuevo centro de visitantes, que esperamos que reciba a 40.000 personas al año. Nuestro sitio web fue visitado por personas de todo el mundo y fue consultado más de 17 millones de veces.

De cara al futuro, esperamos que el ritmo de expansión económica siga siendo sólido en 2018. Aunque mantenemos la confianza en que la inflación converja hacia nuestro objetivo a medio plazo, se mantiene la incertidumbre respecto al grado de holgura de la economía.

Por tanto, la política monetaria sigue requiriendo de paciencia, perseverancia y prudencia para asegurar el retorno de la inflación a nuestro objetivo.

Fráncfort del Meno, abril de 2018

Mario Draghi

Presidente

El año en cifras



El crecimiento económico fue sólido y generalizado

2,5 %

El crecimiento interanual del producto interior bruto de la zona del euro se benefició del fortalecimiento de las exportaciones netas y de la solidez del gasto interno en bienes y servicios.



La inflación siguió una senda de recuperación

1,5 %

La inflación general media de la zona del euro se incrementó, debido principalmente al aumento de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos.



El empleo se situó por encima del nivel anterior a la crisis

1,6 %

Continuó la recuperación del mercado de trabajo con un crecimiento sólido del empleo, debido tanto al favorable clima económico como al éxito de las políticas aplicadas.



La dispersión de las tasas de crecimiento se situó en mínimos históricos

1998: 1.47 σ

2017: 0,75 σ

En 2017, la diferencia entre las tasas de crecimiento económico de los países de la zona del euro, medida por las desviaciones típicas del valor añadido bruto, fue la más baja de la historia de la Unión Monetaria.



Mejoró la solvencia bancaria

14,5%

Los niveles de solvencia de los bancos de la zona del euro continuaron mejorando, con ratios de CET1 que alcanzaron el 14,5 % en el tercer trimestre de 2017.



Se aceleró la reducción de los préstamos dudosos

-119 mm de euros

El importe total de préstamos dudosos de las entidades de crédito de la zona del euro se redujo notablemente en los tres primeros trimestres del año.



Aumentaron las operaciones en T2S

556.684 al día

La finalización de la migración a TARGET2-Securities ha sido un paso importante para la integración de las infraestructuras de liquidación de valores en Europa, como lo demuestra la cifra media de operaciones diarias tras la última fase de la migración.



Se respondieron numerosas preguntas del Parlamento Europeo

138

El presidente del BCE, Mario Draghi, respondió a más de 130 preguntas de los miembros del Parlamento Europeo, lo que demuestra los elevados estándares de rendición de cuentas y transparencia del BCE.

Políticas y actividades del BCE en el entorno económico y financiero de 2017

1 La recuperación económica de la zona del euro se vio respaldada por factores favorables y por la política monetaria

La expansión económica de la zona del euro iniciada en 2013 prosiguió en 2017 y demostró capacidad de resistencia ante las incertidumbres. El crecimiento del producto se afianzó y adquirió un carácter más generalizado, y la dispersión de las tasas de crecimiento entre los distintos países y sectores se situó en su nivel más bajo en dos décadas. Los mercados de trabajo de la zona continuaron beneficiándose de la recuperación actual. El empleo aumentó hasta alcanzar su cota más elevada desde la creación de la zona del euro, mientras que la tasa de paro descendió hasta situarse en niveles no observados desde el primer trimestre de 2009.

La recuperación de la zona del euro se vio respaldada por diversos factores cíclicos y estructurales favorables. El crecimiento del producto mundial cobró impulso y contribuyó a la demanda de exportaciones, al tiempo que los años de saneamiento de los balances, de consolidación de las instituciones y de reformas estructurales en la zona también dieron fruto. Además, la orientación general de la política fiscal fue prácticamente neutral. Las medidas de política monetaria del BCE continuaron favoreciendo el crecimiento monetario y crediticio y desempeñaron un papel clave para sustentar el repunte del consumo de los hogares y de la inversión empresarial asegurando unos tipos de interés bajos y la persistencia de unas condiciones de financiación favorables.

Pese a la sólida recuperación económica, la inflación siguió sin mostrar signos convincentes de un ajuste sostenido al alza hacia un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo, acorde con la definición de estabilidad de precios del BCE. Las presiones inflacionistas subyacentes se mantuvieron contenidas, ya que el grado de holgura del mercado de trabajo continuó siendo significativo. Las mejoras observadas en el mercado de trabajo aún no se plasmaron en un crecimiento más dinámico de los salarios. Asimismo, fue importante hacer abstracción de la volatilidad de los datos de corto plazo sobre la inflación, cuyas implicaciones para las perspectivas de la estabilidad de precios a medio plazo fueron limitadas (o nulas).

El crecimiento sólido y generalizado dio razones para confiar en que la inflación aumentaría con el tiempo. A este respecto, el Consejo de Gobierno del BCE subrayó que se requería paciencia, perseverancia y prudencia, ya que se esperaba que este proceso llevara tiempo y seguía supeditado al mantenimiento de un grado muy sustancial de acomodación de la política monetaria.

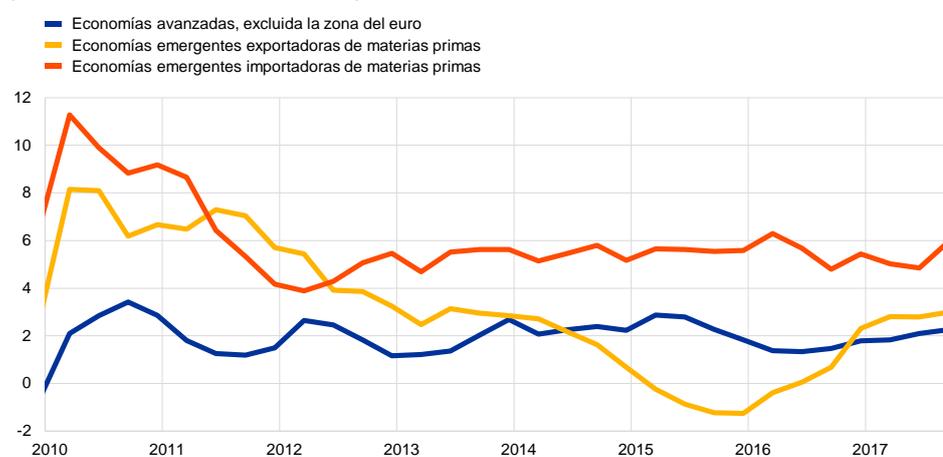
1.1

El crecimiento económico mundial cobró impulso

En 2017 continuó la recuperación cíclica de la economía mundial (véase gráfico 1), que se extendió a todos los países y componentes. Aunque el consumo continuó siendo un factor clave del crecimiento a escala global, la demanda de inversión experimentó un repunte, especialmente en las economías avanzadas. La recuperación del comercio mundial coincidió con la mejora del clima empresarial y con una rotación de la demanda hacia regiones más intensivas en importaciones, en particular Europa.

Gráfico 1
PIB real mundial

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Haver Analytics, fuentes nacionales y cálculos del BCE.

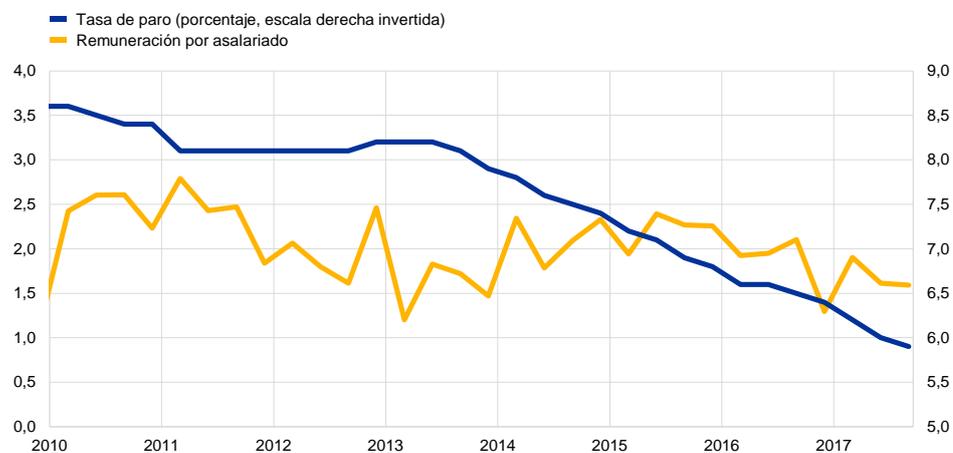
Notas: El PIB se ha ajustado utilizando ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo (PPA). Las economías avanzadas incluyen Australia, Canadá, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Los países exportadores de materias primas comprenden Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, Malasia, México, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica y Venezuela. Los países importadores de materias primas engloban Hong Kong, India, Corea, Singapur, Taiwán, Tailandia y Turquía.

La recuperación económica mundial estuvo respaldada por diversos factores favorables en las economías avanzadas, al tiempo que las notables dificultades que afrontaban las economías emergentes disminuyeron. En las economías avanzadas, el grado de holgura de la capacidad productiva y de los mercados de trabajo siguió reduciéndose, ya que las fuentes de crecimiento pasaron a tener un carácter cada vez más endógeno. Las políticas acomodaticias, así como el aumento de la confianza de las empresas y los hogares, favorecieron la actividad económica en estas economías. En las economías emergentes, el tono acomodaticio de las políticas siguió sustentando la robusta expansión de los países importadores de materias primas, mientras que el crecimiento experimentó un repunte en los países exportadores de estas materias gracias a la subida de los precios de las materias primas y a la reanudación de las entradas de capital.

Gráfico 2

Evolución de los mercados de trabajo en la OCDE

(datos trimestrales)



Fuentes: Haver Analytics, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y cálculos del BCE.

Nota: La remuneración por asalariado se calcula como la suma de las variaciones interanuales (desestacionalizadas) de los costes laborales unitarios y la productividad del trabajo.

El repunte de la demanda nacional y la disminución del desempleo no se plasmaron en aumentos de los salarios (véase gráfico 2) y de la inflación subyacente en la mayoría de las principales economías. En comparación con el año anterior, la inflación mundial, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo prácticamente estable. No obstante, la inflación general mundial se incrementó como consecuencia de la recuperación de los precios de las materias primas (véase gráfico 3).

Gráfico 3

Tasas de inflación en la OCDE

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Haver Analytics, OCDE y cálculos del BCE.

La subida de los precios de las materias primas impulsó al alza la inflación mundial

Después de que, durante la primera mitad del año, los precios del petróleo registraron una tendencia a la baja, desde 56 dólares estadounidenses por barril en enero hasta situarse en 44 dólares por barril en junio, como reflejo principalmente de las dudas acerca de la efectividad del acuerdo para recortar la producción alcanzado en 2016 entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e importantes productores de crudo no pertenecientes a esta organización, en un contexto de elevada oferta de Estados Unidos, en el segundo semestre de 2017, los precios del Brent se recuperaron (véase gráfico 4). Estos precios respaldaron la evolución de la inflación mundial, incrementándose hasta alcanzar los 67 dólares estadounidenses por barril a finales de diciembre y señalando un reajuste del mercado como consecuencia de una demanda superior a la esperada en 2017, de la prórroga de los recortes de producción acordada por la OPEP y otros productores en mayo de 2017, y de las interrupciones en el suministro en algunos países productores, lo que se plasmó en una reducción continua de las existencias de crudo. A finales del año, los precios también se vieron favorecidos por las tensiones geopolíticas, por las expectativas de una nueva prórroga, hasta el final de 2018, de la vigencia del acuerdo para reducir la producción por parte de los países de la OPEP y de otros países productores, confirmada el 30 de noviembre de 2017, así como por la fortaleza de la demanda mundial de crudo.

Gráfico 4

Evolución de los precios de las materias primas

(datos diarios)



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

En términos generales, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron en 2017, impulsados principalmente por la subida de los precios de los metales. Tras experimentar un descenso transitorio durante el verano, los precios de los metales se incrementaron, especialmente en el tercer trimestre, debido a la intensa demanda y a las perturbaciones de oferta en algunos países exportadores. En cambio, en general, los precios de los alimentos cayeron en 2017,

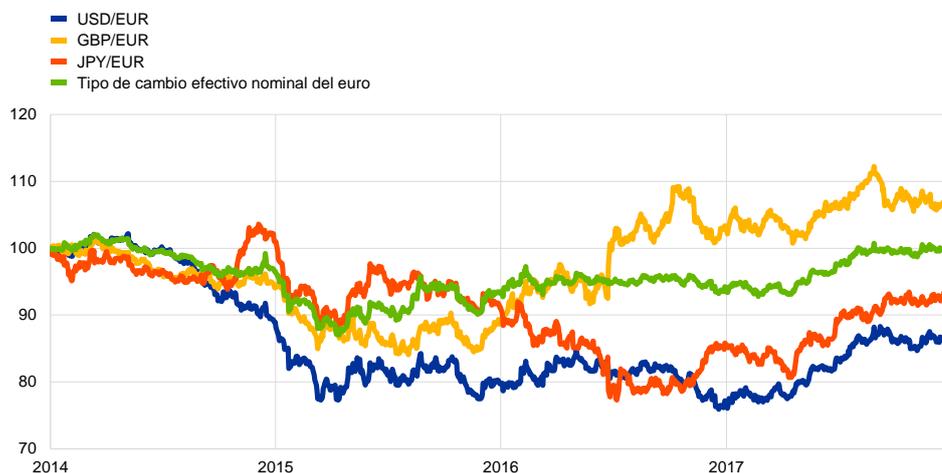
fundamentalmente como consecuencia de la abundante oferta mundial de soja, trigo, aceite de palma y maíz. Con todo, la evolución de estos precios se vio compensada en gran parte por el alza de los precios de los metales.

Apreciación del tipo de cambio efectivo del euro

En 2017, el tipo de cambio del euro se apreció en términos efectivos nominales (véase gráfico 5). Bilateralmente, el euro se apreció frente a la mayoría de las principales monedas y de manera especialmente pronunciada frente al dólar estadounidense. Asimismo, se apreció de forma significativa frente al yen japonés y, en menor medida, frente a la libra esterlina.

Gráfico 5
Tipo de cambio del euro

(datos diarios; 1 de enero de 2014 = 100)



Fuentes: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics, BCE y cálculos del BCE.
Nota: Tipo de cambio efectivo nominal frente a los 38 principales socios comerciales.

La corona danesa es la única moneda que actualmente participa en el mecanismo europeo de tipos de cambio II (MTC II). En 2017, la moneda danesa cotizó próxima a su paridad central en el MTC II. El Česká národní banka dejó de aplicar el tipo de cambio mínimo de la corona checa frente al euro en abril de 2017 y, posteriormente, la moneda única se depreció frente a esta divisa. El Hrvatska narodna banka siguió realizando intervenciones en los mercados de divisas en el marco de su sistema de tipo de cambio de flotación controlada, al tiempo que la kuna croata permaneció prácticamente estable frente al euro. La leva búlgara mantuvo el tipo de cambio fijo frente al euro. La moneda única también permaneció básicamente estable frente al forinto húngaro y el leu rumano, mientras que se apreció frente a la corona sueca y el franco suizo, y se depreció frente al esloti polaco.

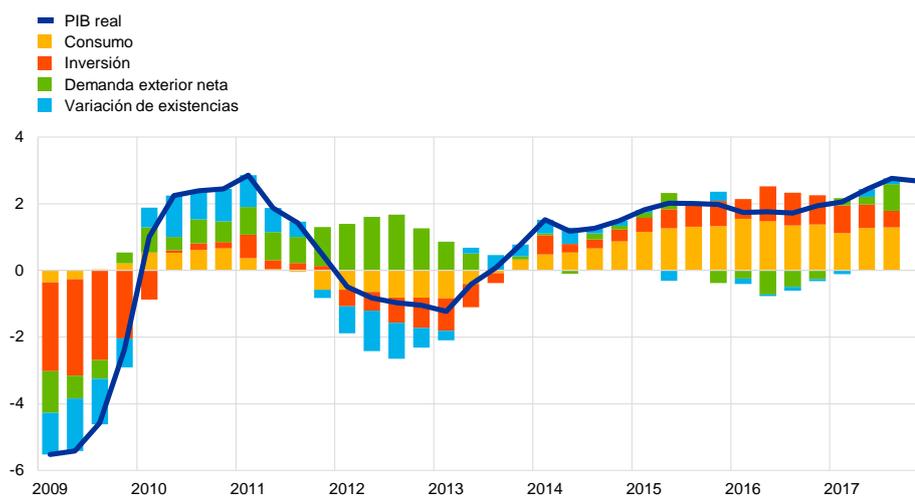
1.2 Evolución macroeconómica, fiscal y estructural de la zona del euro

La expansión económica de la zona del euro cobró impulso en 2017, como consecuencia de la contribución positiva de la demanda exterior neta —respaldada por la recuperación mundial generalizada— y de la fortaleza de la demanda interna (véase gráfico 6). El consumo privado se sustentó en el aumento de la riqueza de los hogares y del empleo, que también se vio favorecido por las anteriores reformas de los mercados de trabajo (véase recuadro 1). Al mismo tiempo, el consumo público volvió a crecer, contribuyendo así de forma positiva al crecimiento económico. La inversión empresarial continuó repuntando, gracias a unas condiciones de financiación muy favorables y a la mejora de la rentabilidad empresarial. La inversión en construcción, después de tocar fondo claramente en 2015, siguió reactivándose. La inversión pública también creció en 2017, tras el descenso observado el año anterior.

Gráfico 6

PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El crecimiento interanual del PIB correspondiente al cuarto trimestre de 2017 es una estimación preliminar de avance, mientras que las últimas observaciones de los componentes corresponden al tercer trimestre de 2017.

La economía de la zona del euro mostró mayor capacidad de resistencia en 2017

El consumo privado de la zona del euro siguió fortaleciéndose en 2017 y registró una tasa media de crecimiento interanual de alrededor del 1,8 %. El principal factor determinante del avance del consumo fue el incremento de las rentas del trabajo. A este respecto, el aumento del número de personas ocupadas, más que el crecimiento de los salarios, fue el principal factor que contribuyó al crecimiento total de las rentas del trabajo en términos nominales. Al mismo tiempo, el crecimiento de la renta real disponible fue algo menor que en el año anterior. Los reducidos tipos de

interés también siguieron respaldando el consumo privado. Por último, la deuda de los hogares en relación con el PIB no aumentó y la inversión en vivienda se mantuvo en niveles bajos en comparación con el período previo a la crisis.

La fortaleza de la demanda interna y externa de la zona del euro en 2017 contribuyó a la inversión empresarial. Esta última también se vio favorecida por el incremento de los beneficios empresariales, la creciente utilización de la capacidad productiva y la orientación muy acomodaticia de la política monetaria, que redujo los pagos netos por intereses de las empresas y relajó las condiciones de financiación. Al margen de la volatilidad causada por las reclasificaciones estadísticas de la inversión en intangibles realizadas en Irlanda, la recuperación fue generalizada en activos como material de transporte, otra maquinaria y bienes de equipo, y productos de propiedad intelectual. Sin embargo, algunos factores siguieron afectando a las actividades de inversión de las empresas, como la estabilización de las expectativas de crecimiento a largo plazo de la zona del euro en tasas relativamente bajas (como se muestra en las previsiones de Consensus Economics de seis a diez años vista), la incertidumbre geopolítica, aspectos institucionales y regulatorios desfavorables y, en algunos países de la zona del euro, los ajustes en curso de los balances de las empresas relacionados con el elevado endeudamiento.

La inversión en construcción también continuó mejorando, aunque partía de niveles reducidos, al tiempo que los mercados de la vivienda de la zona del euro se recuperaron. Esto último fue reflejo de un aumento de la demanda, que se vio favorecida por el crecimiento de la renta real y la mayor confianza de los consumidores, así como por unos tipos hipotecarios y unas condiciones de concesión de crédito favorables. La recuperación del mercado de la vivienda fue generalizada en todos los países de la zona del euro, aunque en la inversión en construcción persistieron diferencias sustanciales en comparación con los niveles observados antes de la crisis.

El crecimiento económico se vio respaldada por la mejora de la evolución exterior de la zona del euro en 2017, pese a algunos efectos adversos derivados del tipo de cambio efectivo del euro. Las exportaciones de bienes crecieron, principalmente las dirigidas a socios comerciales de Europa, pero también a China y a Estados Unidos, mientras que el comercio de bienes con el Reino Unido y con los países de la OPEP se mantuvo en niveles moderados. Al igual que en el año anterior, el crecimiento de las exportaciones estuvo determinado principalmente por el comercio de bienes finales e intermedios. El impulso del comercio se intensificó en la zona del euro y reflejó la dinámica de crecimiento sostenido de la demanda interna.

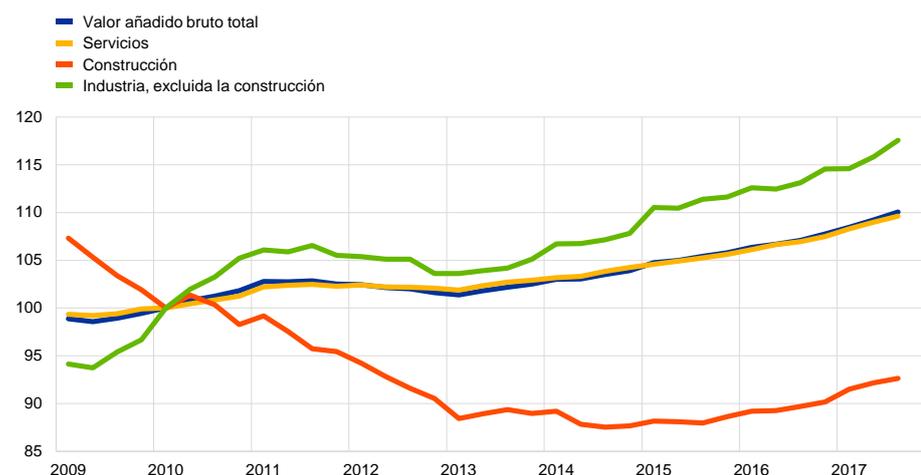
El crecimiento del producto en 2017 fue generalizado en todos los sectores económicos (véase gráfico 7). El valor añadido bruto total, que ya en 2015 superó el máximo alcanzado antes de la crisis, registró, en promedio, un incremento de aproximadamente el 2,4 %. El crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) aumentó hasta situarse en torno al 2,9 % en 2017, mientras que en el sector servicios fue de alrededor del 2,2 %, en tasa interanual, superior también a la registrada en 2016. Al mismo tiempo, aunque el valor añadido de la construcción se mantuvo muy por debajo del nivel anterior a la crisis, cobró mayor impulso,

incrementándose alrededor de un 3 %, la tasa de crecimiento más elevada desde 2006. Esto confirma que el sector de la construcción se está recuperando progresivamente del prolongado período de contracción o lento crecimiento que comenzó después del inicio de la crisis financiera en 2008.

Gráfico 7

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

(índice: I TR 2010 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

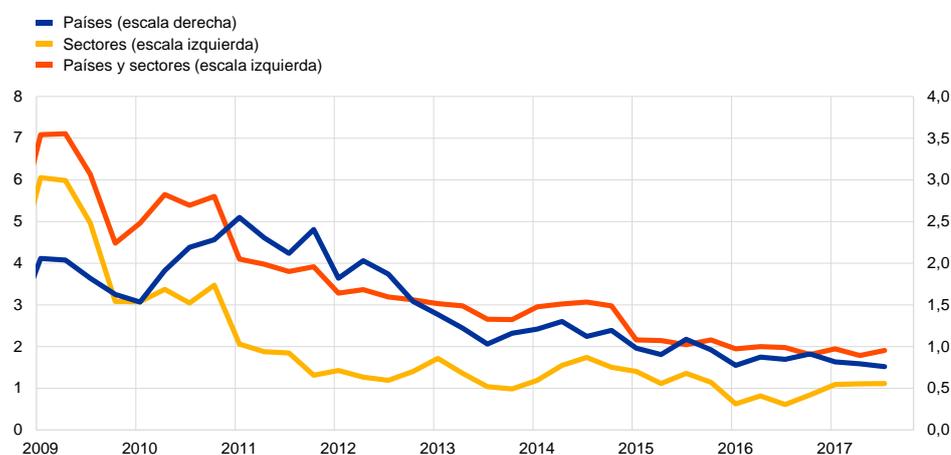
Aunque la recuperación económica comenzó en 2013 de forma gradual y moderada, con el tiempo se ha afianzado y ha llegado a toda la zona del euro. Esta evolución positiva contrasta de forma acusada con la breve recuperación registrada en 2009-2010, cuando el crecimiento del producto fue relativamente desigual. La generalización actual de la expansión económica se ha plasmado en una dispersión significativamente menor de las tasas de crecimiento del valor añadido en los distintos países y sectores. La política monetaria del BCE y la consiguiente relajación de las condiciones de financiación han desempeñado un papel crucial en esta recuperación y en la convergencia entre países.

Desde 2009, la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en los 19 países de la zona del euro, así como en los nueve sectores principales de la economía de la zona (excluida la agricultura), ha seguido una tendencia a la baja (véase gráfico 8). La dispersión máxima entre sectores observada en 2009 estuvo asociada al colapso del comercio mundial (que afectó a la industria) y al desplome del mercado de la vivienda (que afectó a la construcción), mientras que la dispersión máxima entre países en 2011 estuvo relacionada con la crisis de la deuda soberana. Datos recientes muestran que la dispersión combinada del crecimiento del valor añadido entre sectores y países se ha situado en niveles bajos no observados desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria. Esto es una buena señal para el crecimiento económico en el futuro, ya que las expansiones tienden a ser más intensas y resistentes cuando el crecimiento se sustenta en una base más amplia.

Gráfico 8

Dispersión del crecimiento del valor añadido entre sectores y países de la zona del euro

(desviación típica; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La dispersión del crecimiento entre países se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido (no se dispone de datos sobre Malta y el valor añadido correspondiente a Irlanda está excluido a partir de 2015). La dispersión del crecimiento entre sectores se mide como la desviación típica ponderada del crecimiento interanual del valor añadido en los nueve principales sectores económicos de la zona del euro, excluida la agricultura. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2017.

El desempleo siguió descendiendo en la zona del euro

Los mercados de trabajo de la zona del euro continuaron recuperándose en 2017 (véase gráfico 9). En el tercer trimestre, el número de personas ocupadas en la zona se situó un 1,7 % por encima del nivel observado en el mismo trimestre de 2016, o un 5 % por encima del último mínimo, en el segundo trimestre de 2013. Durante todo el período de recuperación, el empleo ha aumentado en unas 7,5 millones de personas, con lo que ha alcanzado un nivel superior al máximo registrado antes de la crisis, en el primer trimestre de 2008, y el más elevado desde la introducción del euro. El crecimiento del empleo durante la recuperación ha sido generalizado en los distintos países y sectores.

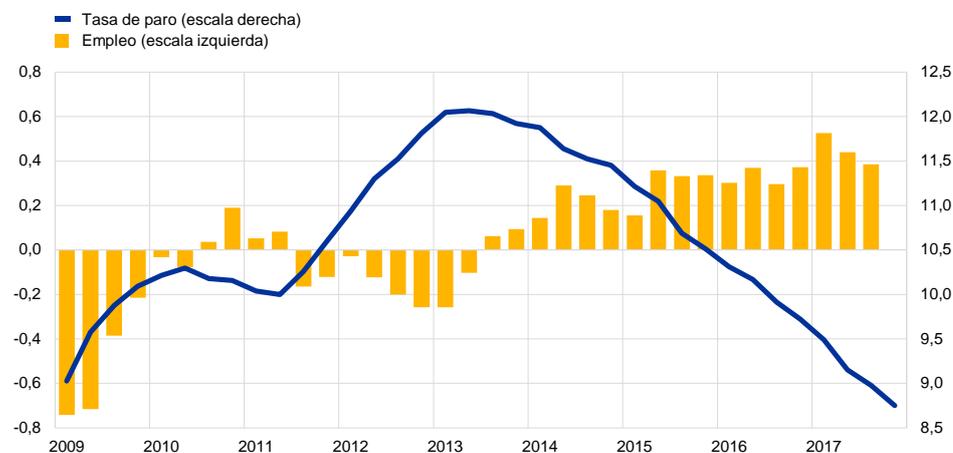
En los tres primeros trimestres de 2017, el total de horas trabajadas aumentó aproximadamente al mismo ritmo que el empleo, lo que refleja que la media de horas trabajadas por persona ocupada permaneció básicamente estable. El crecimiento medio interanual de la productividad por persona ocupada se mantuvo bajo, en torno al 0,8 % durante los tres primeros trimestres de 2017, frente a un incremento interanual del 0,4 % en 2016.

La tasa de paro continuó reduciéndose en 2017 y se situó en el 8,7 % en diciembre, la tasa más baja registrada desde principios de 2009 (véase gráfico 9). El descenso del desempleo, que se inició en la segunda mitad de 2013, ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad, y se ha producido en un contexto de aumento de la oferta de trabajo. Sin embargo, los indicadores más amplios de la infrautilización del trabajo se mantuvieron en niveles elevados (véase también el recuadro 1).

Gráfico 9

Indicadores del mercado de trabajo

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



Fuente: Eurostat.

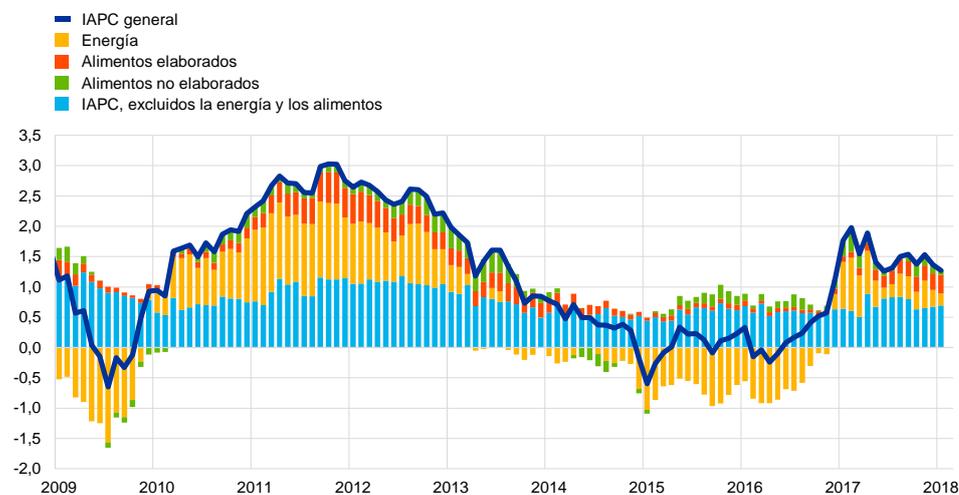
Las subidas salariales y la inflación se mantuvieron contenidas

La inflación media de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó hasta situarse en el 1,5 % en 2017, desde el 0,2 % del año anterior. Este avance reflejó principalmente la mayor contribución de los precios de la energía y, en menor grado, de los precios de los alimentos. La inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, registró solo un incremento marginal hasta situarse, en promedio, en el 1 % en 2017, frente al 0,9 % de 2016, debido a que las presiones internas de costes continuaron estando bastante contenidas (véase gráfico 10).

Gráfico 10

Inflación medida por el IAPC y contribuciones por componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Durante el año, el perfil de la inflación medida por el IAPC se vio también considerablemente afectado por la evolución de los precios de la energía. La subida de los precios del petróleo en torno al cambio de año y los efectos de comparación asociados a la evolución un año antes impulsaron la inflación general hasta un máximo del 2 % en febrero de 2017. Como los precios del petróleo volvieron a moderarse, gran parte del avance de la inflación había revertido a mediados del año. Los acusados aumentos de los precios de las frutas y hortalizas relacionados con las condiciones meteorológicas se tradujeron en una fuerte contribución de los precios de los alimentos no elaborados al comienzo del año, mientras que, en el segundo semestre, la principal aportación correspondió a los precios de los alimentos elaborados. Lo anterior reflejó, en parte, la evolución observada previamente en los precios de las materias primas alimenticias y de los precios agrícolas en origen, que se transmitió lentamente a los precios de consumo.

Al margen de los impactos de estos componentes que suelen ser más volátiles, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuó oscilando en torno a las reducidas tasas observadas en 2016, aunque, hacia mediados del año, registró un repunte moderado y temporal. Ni la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ni otros indicadores de la inflación subyacente mostraron signos más convincentes de una tendencia sostenida al alza en la segunda mitad del año (véase en el recuadro 2 un análisis de la experiencia de la zona del euro en un entorno de baja inflación subyacente).

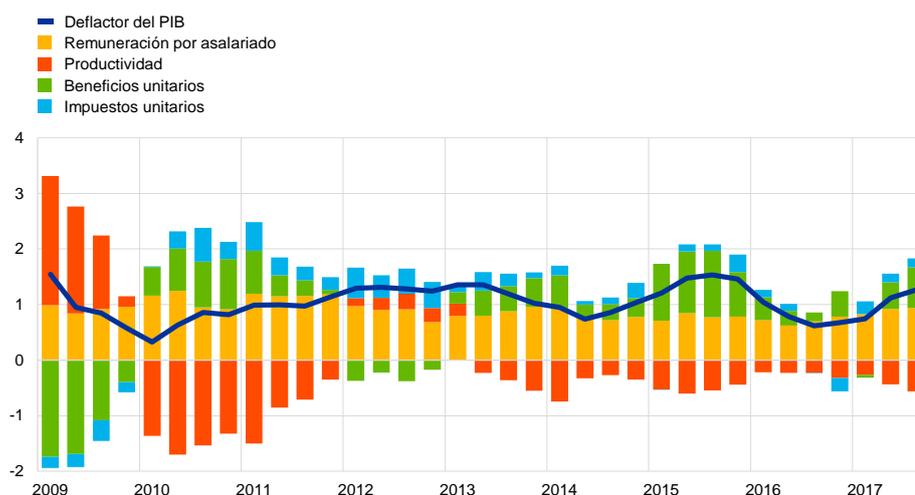
La falta de señales convincentes de una tendencia alcista sostenida también se observó en las tasas de variación de los precios de los dos componentes principales de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios. En conjunto, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo relativamente estable y registró una media del 0,4 % en 2017, igual que en 2016. Esto hizo que las presiones latentes fueran bastante débiles, dado que ni las anteriores subidas de los precios del petróleo ni la depreciación previa del euro parecieron generar efectos de transmisión apreciables en los precios finales de consumo. Aunque la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio reaccionó de la forma esperada a la evolución del tipo de cambio, el impacto de estas variaciones se vio mitigado por el hecho de que la tasa de avance interanual de los precios industriales de las ventas interiores de bienes de consumo no alimenticio se mantuvo contenida durante el año. Es probable que las moderadas presiones que surgieron a lo largo de los procesos de fijación de los precios internos de producción y al por menor también reflejaron un efecto amortiguador de los márgenes en las distintas fases. La inflación de los precios de los servicios se situó en una tasa media del 1,4 % en 2017 y, por tanto, superó a la de 2016, pero se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo. La interrupción del repunte que se observó en la última parte de 2017 se debió en cierta medida a factores especiales, pero los precios de los servicios parecen haber estado, en general, más influidos por las débiles presiones internas de costes.

Las presiones internas de costes, medidas por el deflactor del PIB, aumentaron en cierta medida, pero en conjunto se mantuvieron contenidas en 2017 (véase gráfico 11). El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado llegó a un

punto de inflexión a mediados de 2016 y aumentó gradualmente hasta situarse en el 1,7 % en el tercer trimestre de 2017. Entre los factores que pueden haber contenido el crecimiento salarial se incluyen el grado de holgura del mercado de trabajo, aún significativo (especialmente cuando se tiene en cuenta también la infrautilización del trabajo), el débil crecimiento de la productividad, el impacto de la baja inflación registrada anteriormente a través de los mecanismos de indexación formales e informales, y la continuación de los efectos de las reformas laborales emprendidas en algunos países durante la crisis financiera. El mayor crecimiento de los salarios no se tradujo en un mayor incremento de los costes laborales unitarios, dado que el crecimiento de la productividad del trabajo también aumentó. Las presiones de costes derivadas de la evolución de los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación) siguieron siendo relativamente débiles, lo que reflejó, en parte, el efecto negativo moderador del deterioro de la relación real de intercambio asociado a la subida de los precios del petróleo.

Gráfico 11
Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Las expectativas de inflación a más largo plazo mejoraron a lo largo de 2017 en comparación con el año anterior. Los indicadores de las expectativas de inflación dentro de cinco años de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE se mantuvieron sin cambios en el 1,8 % durante varios trimestres consecutivos y aumentaron hasta situarse en el 1,9 % en la encuesta correspondiente al último trimestre del año. La mayoría de los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo, como el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, también se incrementaron, y la probabilidad de deflación implícita en los mercados de opciones de inflación continuó siendo muy baja. Al mismo tiempo, el perfil a futuro de los indicadores de mercado, basado en las expectativas de inflación, siguió señalando un período prolongado de inflación reducida, y solo un retorno muy gradual hacia niveles de inflación inferiores, aunque próximos, al 2 %.

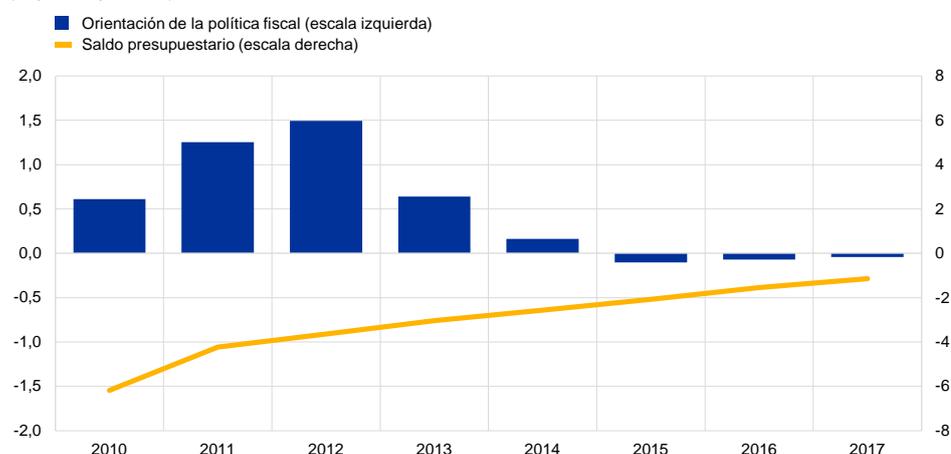
Orientación neutral de la política fiscal y reformas estructurales que promueven el crecimiento

Las condiciones cíclicas propicias y los reducidos pagos por intereses se tradujeron en un nuevo descenso del déficit presupuestario nominal de las Administraciones Públicas en 2017 para el conjunto de la zona del euro. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017, el déficit público descendió desde el 1,5 % del PIB en 2016 hasta el 1,1 % del PIB en 2017 (véase gráfico 12). En promedio, la contribución de las medidas de consolidación estructural fue limitada.

Gráfico 12

Saldo presupuestario y orientación de la política fiscal

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017.

Notas: La orientación de la política fiscal se mide como la variación de la ratio de saldo primario ajustado de ciclo, excluidas medidas temporales como las ayudas públicas al sector financiero. Un valor positivo en la orientación de la política fiscal indica un endurecimiento de esta política, y viceversa.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema sugieren que la orientación de la política fiscal de la zona del euro, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, fue prácticamente neutral en 2017 (véase gráfico 12)¹. Para el conjunto de la zona del euro, una orientación neutral de la política fiscal puede considerarse adecuada para equilibrar las necesidades de estabilización económica y de sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, desde la perspectiva de los respectivos países, la composición de la orientación general de la política fiscal de la zona del euro distó de ser óptima. Algunos países de la zona del euro que necesitaban endurecer la política fiscal, concretamente aquellos cuya ratio de deuda pública en relación con el PIB seguía siendo elevada, no aplicaron los ajustes fiscales estructurales necesarios para contener los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública. Al mismo tiempo, otros países con una posición fiscal sostenible no utilizaron el margen de maniobra fiscal disponible.

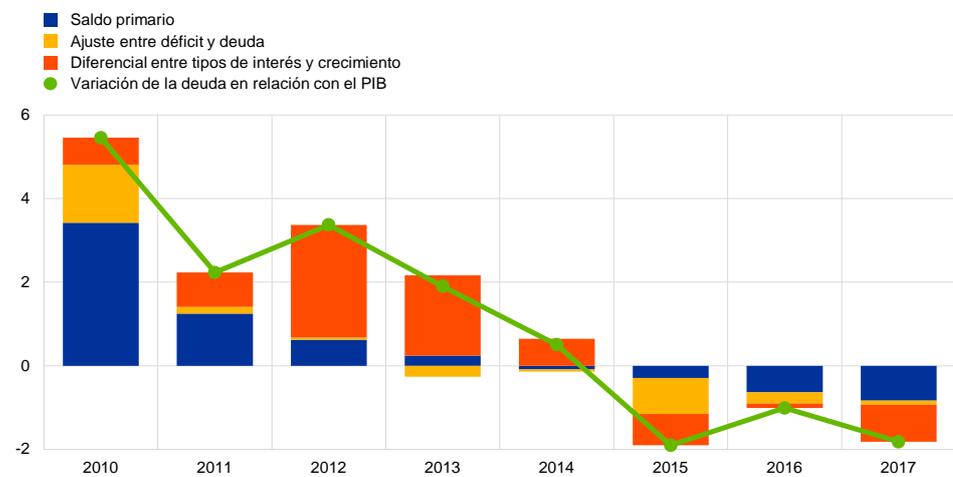
¹ Para obtener información sobre el concepto de la orientación de la política fiscal de la zona del euro, véase el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

Según las proyecciones de los expertos del Eurosistema, la mejora del saldo presupuestario primario, el crecimiento económico favorable y los bajos tipos de interés se condujeron a una nueva reducción de la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro en relación con el PIB, del 88,9 % en 2016 al 87 % en 2017 (véase gráfico 13). No obstante, los niveles de deuda pública siguieron siendo elevados en varios países de la zona, lo que les hizo vulnerables ante una reversión repentina de los tipos de interés o a nuevos episodios de inestabilidad en los mercados financieros.

Gráfico 13

Factores determinantes de la deuda de las Administraciones Públicas

(variación en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2017.

Nota: La ratio de saldo primario tiene un impacto negativo en la ratio de deuda de las Administraciones Públicas, es decir, un superávit primario reduce la ratio de deuda.

El cumplimiento de las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) por parte de los Estados miembros continuó siendo dispar. Entre los aspectos positivos cabe señalar que el cumplimiento del criterio de déficit nominal siguió mejorando. Después de poner fin al procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Grecia y Portugal en 2017, y con la expectativa de que Francia haya corregido su excesivo déficit presupuestario en 2017, España será el único país de la zona del euro que siga sujeto a un PDE en 2018. Sin embargo, un aspecto negativo fue que el cumplimiento de las exigencias de ajuste estructural y presupuestario del componente preventivo del PEC fue relativamente deficiente, en general, como también se confirmó en las previsiones económicas de otoño de 2017 de la Comisión Europea.

En general, la experiencia de las crisis ha demostrado que las economías más flexibles son más resistentes a las perturbaciones y tienden a recuperarse con más rapidez y a crecer más en el largo plazo. Además, los países de la zona del euro que aplicaron reformas en sus mercados de productos y/o trabajo han obtenido buenos resultados desde entonces; aún se están materializando todos los efectos, gracias también al apoyo de las políticas financieras y macroeconómicas.

Aunque la recuperación económica ha continuado y se ha ido generalizando, se podría hacer más para superar los principales obstáculos que impiden un crecimiento más sostenido e inclusivo en la zona del euro, por ejemplo, emprender reformas estructurales que impulsen el crecimiento de la productividad del trabajo —un factor clave para mejorar el nivel de vida²— o aplicar medidas que faciliten el saneamiento de los balances y aumenten la eficacia de los procedimientos judiciales y extrajudiciales³.

Como se señala en el recuadro 3, la evidencia sugiere que la orientación acomodaticia de la política monetaria no impide la aplicación de reformas, pero es menos probable que se emprendan grandes reformas en un entorno macroeconómico más favorable con menos presiones externas. Al mismo tiempo, las barreras que dificultan la aplicación de reformas, principalmente las restricciones políticas y los grupos de presión, siguen considerándose importantes⁴.

En la evaluación de las reformas aplicadas a partir de las recomendaciones específicas por país de 2017, la Comisión Europea concluyó que en muy pocos casos las recomendaciones habían sido «aplicadas plenamente» o se habían efectuado «avances importantes» en su aplicación, y en la gran mayoría se observaron «algunos avances», «avances limitados» o «ningún avance», lo que sugiere que hay un margen considerable para seguir progresando en la implementación de reformas.

Recuadro 1

Políticas estructurales en el mercado de trabajo de la zona del euro

El mercado de trabajo de la zona del euro siguió mejorando durante 2017. La recuperación basada en el empleo se ha traducido en un incremento de unos 7,5 millones en el número de personas ocupadas desde mediados de 2013 y en una reducción sostenida del paro. Asimismo, la recuperación del mercado de trabajo se ha generalizado de forma notable, también en los distintos sectores (véase gráfico A). Sin embargo, las tasas de paro total y juvenil siguen siendo altas y los indicadores amplios del desempleo apuntan a una elevada infrautilización del trabajo⁵.

² Véase el artículo titulado «[The slowdown in euro area productivity in a global context](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

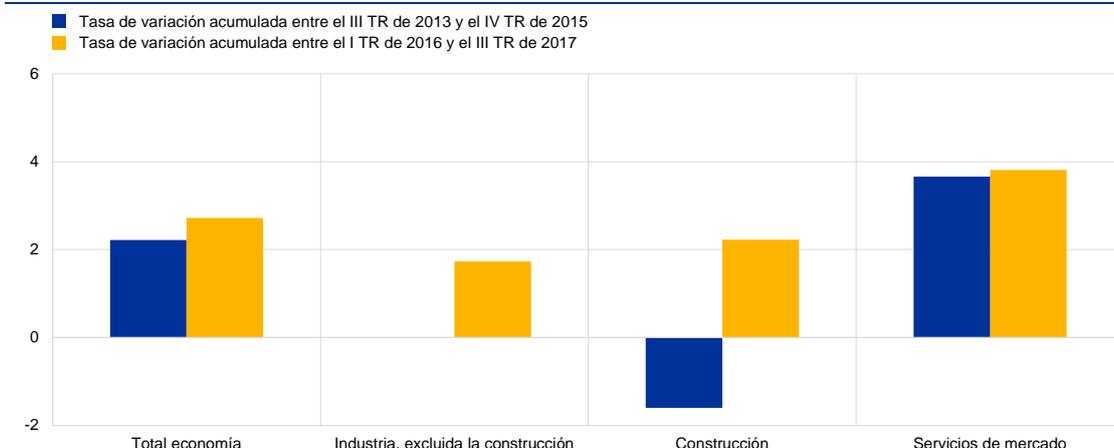
³ Véase el recuadro titulado «[Endeudamiento y desapalancamiento del sector privado en los países de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

⁴ Véase el recuadro titulado «[Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

⁵ Además de la tasa oficial de paro, los indicadores amplios de la infrautilización incluyen: i) las personas que no están buscando empleo actualmente, aunque estén disponibles; ii) las personas que están buscando empleo activamente, pero (aún) no están disponibles para empezar a trabajar, y iii) las personas que trabajan menos horas de las que desearían. Véase el recuadro titulado «[Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

Gráfico A

Crecimiento del empleo por sectores



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Notas: Se muestra una selección de sectores. Los servicios de mercado comprenden: comercio, transporte y alojamiento; TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones); actividades financieras y de seguros; sector inmobiliario, y servicios empresariales.

Los mercados de trabajo de la zona del euro se han beneficiado de la generalización de la recuperación de la actividad económica. Además, existe cierta evidencia que sugiere que las medidas estructurales han contribuido a ampliar la capacidad de respuesta del empleo a la evolución del PIB durante la recuperación en algunos países de la zona⁶. Entre estas medidas se incluyen las orientadas a incrementar la flexibilidad del mercado laboral relajando la protección del empleo, por ejemplo, mediante reducciones de las indemnizaciones por despido o flexibilizando en mayor medida los salarios. Mientras tanto, es posible que las reformas de los mercados de productos —incluidas las que tienen por objeto reducir los trámites administrativos o facilitar la entrada de nuevas empresas al mercado, así como las dirigidas a reducir la protección de empresas o profesiones existentes— también hayan contribuido a aumentar el ritmo o la intensidad del ajuste del empleo en las empresas.

De cara al futuro, las reformas orientadas a aumentar la flexibilidad laboral y la calidad de la educación fueron consideradas importantes por los participantes en una encuesta *ad hoc* del BCE sobre reformas estructurales en la zona del euro llevada a cabo entre empresas líderes de la zona (véase gráfico B)⁷. Los esfuerzos por flexibilizar la jornada laboral, facilitar el uso de los contratos temporales y relajar la legislación sobre protección del empleo fueron tres de las cuatro áreas prioritarias de reforma señaladas por al menos el 80 % de los encuestados. Asimismo, en torno al 50 % de los participantes sugirió que las reformas encaminadas a aumentar la flexibilidad laboral probablemente sean las que mayor impacto tendrían sobre los resultados empresariales, dada su relevancia para la recuperación de la competitividad y también porque permitirían a las empresas responder mejor a la creciente volatilidad de la demanda y a los cambios en sus patrones. Además, más del 90 % de las empresas destacaron las reformas dirigidas a mejorar la calidad de la educación y de los sistemas de formación. Este aspecto se consideró especialmente relevante a la luz de los cambios hacia competencias intensivas en conocimiento, de la digitalización y de los

⁶ Véase el recuadro 3 del artículo titulado «[The employment-GDP relationship since the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.

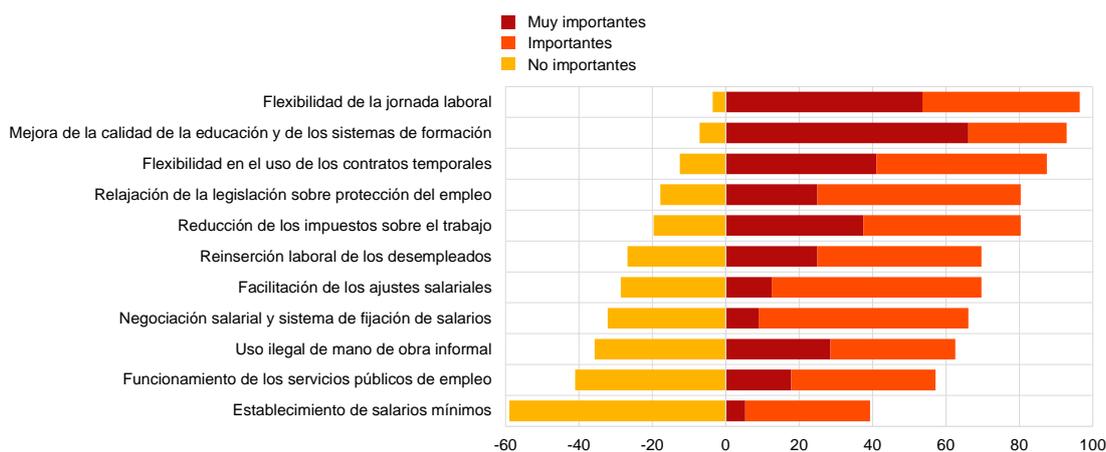
⁷ Véase el recuadro titulado «[Necesidades de reformas estructurales en la zona del euro: información de una encuesta a grandes empresas](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2017.

arraigados déficits estructurales en competencias relacionadas con la ingeniería. En los resultados de la encuesta también se indicaba la necesidad de emprender reformas en los mercados de productos y de seguir avanzando en relación con el mercado único, ya que ambos son necesarios para beneficiarse plenamente de las reformas del mercado de trabajo⁸.

Gráfico B

Necesidades de reforma del mercado de trabajo en la zona del euro según una encuesta *ad hoc* a empresas

(porcentaje de empresas participantes; respuestas clasificadas según la calificación total)



Fuentes: Encuesta sobre reformas estructurales del BCE (ECB Structural Reforms Survey) y cálculos del BCE.

Notas: Datos basados en las respuestas de las empresas a la pregunta «¿Cómo valora las necesidades de reforma del mercado de trabajo en los países de la zona del euro en su sector?». Los porcentajes negativos se refieren a las respuestas en las que un factor se considera «No importante».

En conjunto, los mercados de trabajo de la zona del euro siguieron mejorando durante 2017. El empleo y la oferta de trabajo se incrementaron y el paro se redujo. Las mejoras fueron generalizadas en los distintos países y sectores. Aunque las reformas estructurales contribuyeron a esta evolución, son necesarios mayores esfuerzos para aumentar la cualificación de la población activa y la flexibilidad en un entorno económico que cambia constantemente.

Recuadro 2

Análisis de la dinámica de la inflación subyacente

El prolongado período de baja inflación registrado recientemente pese a la recuperación económica ha suscitado dudas sobre los límites de los modelos tradicionales. Concretamente, la curva de Phillips —una de las relaciones fundamentales en macroeconomía— ha sido objeto de un análisis exhaustivo.

¿Cuáles son los determinantes de la inflación en la curva de Phillips?

En primer lugar, las expectativas de inflación «anclan» la inflación. El retroceso observado con posterioridad a 2013 en los indicadores de opinión de las expectativas de inflación generó inquietud en torno a la posibilidad de que la curva de Phillips se hubiera desplazado a la baja, lo

⁸ Véase el recuadro titulado «Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.

que significaba que, por cada nivel determinado de producto, la tasa de inflación resultante era más reducida. Sin embargo, los efectos del programa de compra de activos del BCE y la mejora de las perspectivas para la actividad económica de la zona del euro han contenido esos riesgos y han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación. A lo largo de 2017, estas preocupaciones continuaron disipándose como consecuencia de la recuperación de los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a más largo plazo.

El grado de holgura de la economía es también otro determinante clave de la inflación en la curva de Phillips. Durante el período analizado desde 2012, caracterizado por niveles bajos de inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, la capacidad ociosa ha contribuido negativamente a la inflación observada, si bien, en la actualidad, la zona del euro está en una fase de sólida recuperación y el mercado de trabajo está mejorando de forma considerable. En consecuencia, la capacidad productiva no utilizada de la economía que se acumuló durante la doble recesión se está reabsorbiendo y su impacto negativo sobre la inflación está disminuyendo.

El tercer determinante relevante para la inflación son los precios de importación y, aunque su influencia es más evidente en la inflación general, en 2017 también tuvieron un impacto negativo limitado en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos⁹.

La curva de Phillips, ¿sigue siendo una herramienta de análisis válida?

Trabajos de investigación recientes del Sistema Europeo de Bancos Centrales sugieren que sigue siendo válida¹⁰. El gráfico A muestra las previsiones fuera de la muestra de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, obtenidas de un amplio conjunto de modelos de curva de Phillips de referencia condicionados a los niveles observados de distintos indicadores de las expectativas de inflación y del grado de holgura, así como la evolución de los precios de importación. El rango de estimaciones es relativamente amplio, lo que indica la elevada incertidumbre de los modelos. Con todo, durante el período analizado, la evolución de la inflación ha sido bastante acorde con las predicciones de esta serie de modelos, lo que confirma la validez de la curva de Phillips como marco para comprender la dinámica de la inflación¹¹. No obstante, la inflación ha oscilado en torno a niveles más próximos al rango inferior, lo que apunta a la influencia de otros factores que no quedan recogidos en la mayoría de los modelos considerados.

⁹ Para conocer una descomposición basada en modelos, véase el artículo titulado «[Domestic and global drivers of inflation in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017.

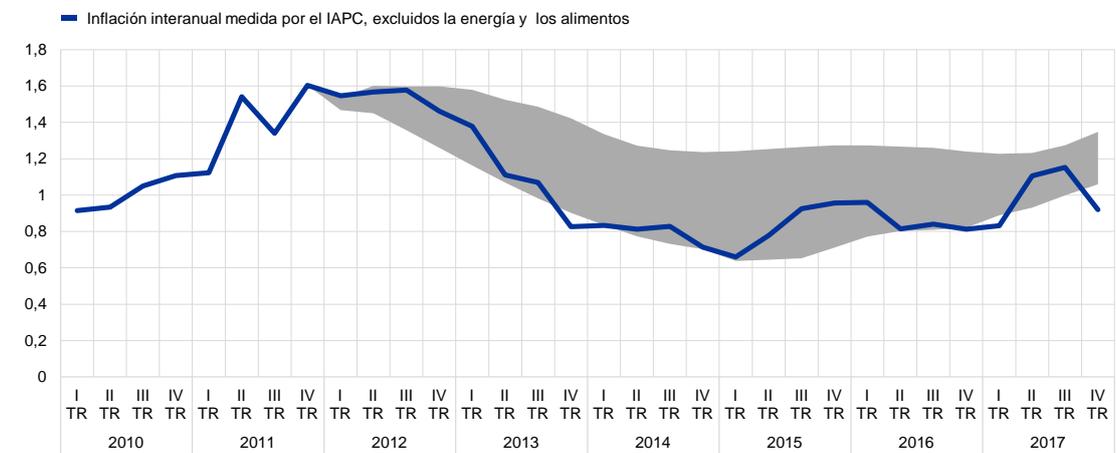
¹⁰ M. Ciccarelli y C. Osbat (eds.), «[Low inflation in the euro area: causes and consequences](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 181, BCE, enero de 2017.

¹¹ La utilidad de la curva de Phillips para entender la inflación en la zona del euro también se analiza en M. Jarociński y M. Lenza, «[An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 1966, BCE, septiembre de 2016, y en E. Bobeica y M. Jarociński, «[Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't](#)», *Working Paper Series*, n.º 2000, BCE, enero de 2017.

Gráfico A

Previsión condicionada de la curva de Phillips para el período posterior a la crisis

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El punto de partida de la previsión es el primer trimestre de 2012. La zona sombreada en gris corresponde a la previsión condicionada de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que se obtiene de una ecuación que se regresa sobre la inflación desfasada, los precios de importación retardados, un indicador retardado del grado de holgura (una estimación de la brecha de producción basada en modelos, el crecimiento del PIB, la tasa de paro, una estimación de la brecha de desempleo basada en modelos y la brecha de producción estimada por la Comisión Europea, respectivamente) y un indicador de las expectativas de inflación (indicadores de Consensus Economics con horizontes temporales de uno a siete trimestres e indicadores de la encuesta a expertos en previsión económica con horizontes de uno, dos y cinco años, respectivamente).

La tendencia general de los diferentes modelos de curva de Phillips a sobreestimar la inflación sugiere que los modelos de referencia no reflejan el impacto de varios factores determinantes, como un posible error de medición del grado de holgura interna o de las expectativas de inflación, un impacto más acusado de los factores de carácter global, muy superior al que reflejan los precios de importación, o un cambio en la respuesta de la inflación a la capacidad productiva sin utilizar (es decir, la pendiente de la curva de Phillips).

La capacidad ociosa interna es multidimensional y no es observable. El análisis de varios indicadores del grado de holgura de la economía ayuda a protegerse del riesgo de que se produzca un error de medición, pero no lo elimina. El hecho de que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, haya oscilado en torno a niveles más próximos al rango inferior de los modelos de curva de Phillips podría sugerir que el grado de holgura de la economía ha sido mayor. De hecho, la tasa de paro se ha reducido, pero la proporción de subempleados (es decir, personas que trabajan a tiempo parcial y desearían trabajar más horas, y los trabajadores desanimados) ha aumentado tras la Gran Recesión y esto no queda totalmente reflejado en la tasa de desempleo observada¹².

Además, los modelos tradicionales de curva de Phillips que solo incluyen la capacidad ociosa interna podrían obviar un impacto más amplio de la evolución mundial a través de una mayor integración económica y de la contestabilidad de los mercados de trabajo y de productos. Esta teoría es difícil de captar de forma empírica¹³, ya que pocos trabajos incluyen medidas del grado de holgura económica global y de la integración de las cadenas globales de valor en los análisis

¹² Véanse el recuadro titulado «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017, y B. Cœuré, «Scars or scratches? Hysteresis in the euro area», discurso pronunciado en el Centro Internacional de Estudios Monetarios y Bancarios, Ginebra, 19 de mayo de 2017.

¹³ Es igualmente difícil precisar el impacto del comercio electrónico en la inflación; se puede argumentar que la mayor digitalización ha aumentado la competencia y ha reducido los costes de la gestión de reservas, lo que tendría un efecto a la baja sobre la inflación.

basados en la curva de Phillips al estudiar la inflación de la zona del euro¹⁴. Por último, la sobreestimación de la inflación en el modelo estándar podría reflejar la disminución de las rigideces nominales¹⁵ resultante de las recientes reformas estructurales, como las relacionadas con la menor cobertura de los convenios colectivos¹⁶. Es posible que, en consecuencia, la pendiente de la curva de Phillips haya cambiado, pero, en la práctica, resulta estadísticamente complicado distinguir entre las variaciones de la pendiente de la curva de Phillips y un error de medición del grado de holgura.

En resumen, aunque los modelos tradicionales permiten comprender bien los determinantes de la inflación en la zona del euro, no reflejan totalmente la influencia del grado de complejidad del actual entorno económico sobre la inflación. Sin embargo, la holgura de la economía sigue siendo considerable y en la zona del euro se espera que el repunte de la actividad económica aumente gradualmente la inflación subyacente.

Recuadro 3

¿Qué factores impulsan la aplicación de reformas estructurales?

Con el comienzo de la crisis, la aplicación de reformas estructurales cobró impulso, especialmente en los países más vulnerables de la zona del euro, pero en los últimos años este impulso se ha frenado y ha surgido la pregunta «¿Qué factores impulsan la aplicación de reformas?». Para arrojar luz sobre esta cuestión, en este recuadro se examina la literatura sobre los factores que podrían promover u obstaculizar la aplicación de reformas.

Las estructuras económicas iniciales de un país pueden influir de forma significativa en la necesidad de emprender reformas. Un país que no siga buenas prácticas en las áreas de política correspondientes necesitará realizar mayores esfuerzos de reforma para mejorar el funcionamiento de sus instituciones que otro que observa en mayor medida esas buenas prácticas, algo que, de hecho, se constata a menudo en la literatura¹⁷.

Además, la situación económica parece afectar a la probabilidad de que se actúe aplicando políticas estructurales ambiciosas. En la literatura, esto se ha relacionado con el hecho de que los costes del *statu quo* son más visibles y la resistencia al cambio por parte de los grupos de presión se reduce cuando se producen grandes pérdidas de bienestar económico durante recesiones profundas¹⁸ y en períodos con niveles elevados de desempleo¹⁹.

¹⁴ Véanse el artículo titulado «Domestic and global drivers of inflation in the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2017, y C. Nickel, «The role of foreign slack in domestic inflation in the Eurozone», VoxEU.org, 28 de julio de 2017.

¹⁵ Véanse M. Porqueddu y S. Fabiani, «Changing prices... changing times: evidence for Italy», *Working Paper Series*, n.º 2002, BCE, enero de 2017, y M. Izquierdo, J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rõõm y E. Viviano, «Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey», *Occasional Paper Series*, n.º 192, BCE, junio de 2017.

¹⁶ Véase el recuadro titulado «La rigidez a la baja de los salarios y el papel de las reformas estructurales en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2015.

¹⁷ Véanse, por ejemplo, A. Bonfiglioli y G. Gancia, «Economic Uncertainty and Economic Reforms», mimeo, 2016, y A. Dias Da Silva, A. Givone y D. Sondermann, «When do countries implement structural reforms?», *Working Paper Series*, n.º 2078, BCE, junio de 2017.

¹⁸ Véanse Bonfiglioli y Gancia, *op. cit.*, Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*), A. Drazen y W. Easterly, «Do Crises Induce Reform? Simple Empirical Tests of Conventional Wisdom», *Economics and Politics*, vol. 13, n.º 2, 2001, pp. 129-157, y L. Agnello, V. Castro, J.T. Jalles y R.M. Sousa, «What determines the likelihood of structural reforms?», *European Journal of Political Economy*, vol. 37, número C, 2015, pp. 129-145.

El panorama político también puede influir²⁰. En particular, el momento del ciclo electoral puede ser importante: la proximidad de unas elecciones podría llevar a acometer menos reformas (en especial, las que probablemente conlleven costes significativos a corto plazo). En cambio, los nuevos Gobiernos electos parecen más proclives a aplicar reformas cuando falta mucho tiempo para las próximas elecciones²¹. Del mismo modo, es más fácil emprender reformas si un partido cuenta con la mayoría necesaria en todas las cámaras²². En relación con lo anterior, en ocasiones, el apoyo político a las reformas escasea porque las consecuencias distributivas asociadas a su impacto (es decir, quiénes ganan y quiénes pierden en una reforma) no siempre están claras con anterioridad. En tales circunstancias se suele defender el *statu quo*²³. Asimismo, la falta de transparencia en relación con los pasivos (contingentes) del sector público puede debilitar el impulso reformista. Según varios análisis, las cuentas públicas y la información presupuestaria con frecuencia están incompletas, y la situación subyacente de las finanzas públicas y los riesgos relacionados siguen sin comprenderse correctamente, también en las economías avanzadas²⁴.

Hasta el momento, la literatura no ha establecido una relación clara entre la consolidación presupuestaria y las reformas estructurales. Por un lado, un Gobierno consciente de la necesidad de realizar reformas podría aprovechar las épocas en las que consigue mejorar su saldo presupuestario estructural para emprender también reformas en otras áreas²⁵. Por otro, es posible que el capital político solo sea suficiente para actuar en una de las dos áreas, reduciendo así la probabilidad de que se apliquen reformas estructurales en épocas de consolidación presupuestaria²⁶.

No hay muchos estudios que analicen el efecto de los tipos de interés sobre la aplicación de reformas. Dias Da Silva *et al.* llegan a la conclusión de que, en lo que respecta a determinadas áreas y especificaciones de las reformas, unos tipos de interés a corto plazo más bajos pueden asociarse a una mayor probabilidad de que se apliquen reformas. En otras especificaciones no existe una relación importante. Una relación negativa significativa podría interpretarse como un efecto positivo anticipado de unos tipos de interés más reducidos en el saldo de las Administraciones Públicas (a través de un ligero descenso de los costes de financiación del sector público) o en el crecimiento y el empleo, proporcionando, a su vez, más margen de maniobra a los responsables de la política fiscal para compensar a la parte de la población afectada por las reformas²⁷.

¹⁹ Véanse Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*) y R. Duval y J. Elmeskov, «The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets», *Working Paper Series*, n.º 596, BCE, marzo de 2006.

²⁰ Véase N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert y G. Vitale, «Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature», *Occasional Paper Series*, n.º 66, BCE, julio de 2007.

²¹ Véanse A. Alesina, R. Perotti y J. Tavares, «The Political Economy of Fiscal Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29(1), 1998, pp. 197-266, y R. Duval, «Is there a role for macroeconomic policy in fostering structural reforms? Panel evidence from OECD countries over the past two decades», *European Journal of Political Economy*, vol. 24, n.º 2, 2008, pp. 491-502.

²² Véase Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*).

²³ Véase R. Fernández y D. Rodrik, «Resistance to Reform: Status Quo Bias in the Presence of Individual-Specific Uncertainty», *American Economic Review*, vol. 81, n.º 5, 1991, pp. 1146-1155. Un ejemplo sería el caso de empleados que se oponen a una privatización porque no saben si sus respectivas cualificaciones serán necesarias después de la reforma (véase, por ejemplo, J. De Haan, S. Lundström y J.E. Sturm, «Market-oriented institutions and policies and economic growth: A critical survey», *Journal of Economic Surveys*, vol. 20, n.º 2, 2006, pp. 157-191).

²⁴ Véase C. Wyplosz, «Large and Unknown Implicit Liabilities: Policy Implications for the Eurozone», Graduate Institute of International Economics and Centre for Economic Policy Research, 2004.

²⁵ Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*) han llegado a esta conclusión para algunas áreas.

²⁶ Véase Duval y Elmeskov, *op. cit.*

²⁷ Véase R.J. Gordon, «Macroeconomic Policy in the Presence of Structural Maladjustment», NBER Working Paper n.º 5739, National Bureau of Economic Research, 1996.

Las reformas de los mercados de productos suelen allanar el camino para las de los mercados de trabajo²⁸, lo que está en consonancia con el argumento de que las reformas de los mercados de productos mejoran las condiciones para lograr una relajación de las leyes en materia de protección del empleo, dado que impulsan las oportunidades de trabajo al facilitar la entrada de nuevas empresas²⁹. Al mismo tiempo, las citadas reformas reducen las rentas y, en consecuencia, probablemente también la resistencia a emprender reformas del mercado laboral³⁰.

Además de los determinantes internos, las presiones externas también impulsan las reformas estructurales. Los programas de asistencia financiera o las directivas europeas relacionadas con el mercado único han presionado a los Gobiernos nacionales para emprender reformas en los mercados de productos³¹. Las reformas también han sido más intensas en los cinco años previos a la adhesión a la UE (lo que quizás también esté asociado al incentivo de cumplir los criterios de adhesión), mientras que en los años posteriores a la incorporación ha sucedido lo contrario³².

En conclusión, estos resultados sugieren que, en particular, unas condiciones iniciales de debilidad, un entorno macroeconómico adverso y las presiones externas conducen a un mayor impulso reformista. Asimismo, en general, un entorno político propicio (por ejemplo, cuando el partido que gobierna tiene mayoría en todas las cámaras parlamentarias y queda mucho tiempo hasta que se celebren elecciones importantes) parece facilitar la aplicación de políticas estructurales. Además, una orientación acomodaticia de la política monetaria se asocia en algunos estudios a la aplicación de más reformas, pero esta relación no siempre es estrecha. En cuanto a la política fiscal, la dirección del impacto sobre la aplicación de las reformas parece depender del área de política analizada.

1.3 Evolución financiera y monetaria

En 2017, los mercados financieros de la zona del euro se vieron impulsados principalmente por las perspectivas macroeconómicas positivas, así como por la política monetaria acomodaticia que siguió aplicando el BCE. Como resultado, los tipos de interés del mercado monetario y los rendimientos de los bonos a largo plazo se mantuvieron en niveles muy bajos. Asimismo, las cotizaciones del sector bancario y de las sociedades no financieras (SNF) aumentaron notablemente a medida que la mejora de las perspectivas macroeconómicas se tradujo en mayores expectativas de beneficios y más apetito de riesgo. El crecimiento monetario fue robusto, mientras que el del crédito continuó recuperándose gradualmente.

²⁸ Véase Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*).

²⁹ Véanse J. Høj, V. Galasso, G. Nicoletti y T.-T. Dang, «The Political Economy of Structural Reform: Empirical Evidence from OECD Countries», OECD Economics Department Working Paper n.º 501, OECD publishing, París, 2006, y O. Blanchard y F. Giavazzi, «Macroeconomic Effects of Regulations and Deregulation in Goods and Labour Markets», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n.º 3, 2003, pp. 879-907.

³⁰ Véase G. Saint-Paul, *The Political Economy of Labour Market Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 2000.

³¹ Esta conclusión es similar a las ideas presentadas en W. Tompson y R. Price, «The Political Economy of Reform: Lessons from Pensions, Product Markets and Labour Markets in Ten OECD Countries», OECD publishing, París, 2009, y en Bonfiglioli y Gancia, *op. cit.*

³² Véase Dias Da Silva *et al.* (*op. cit.*).

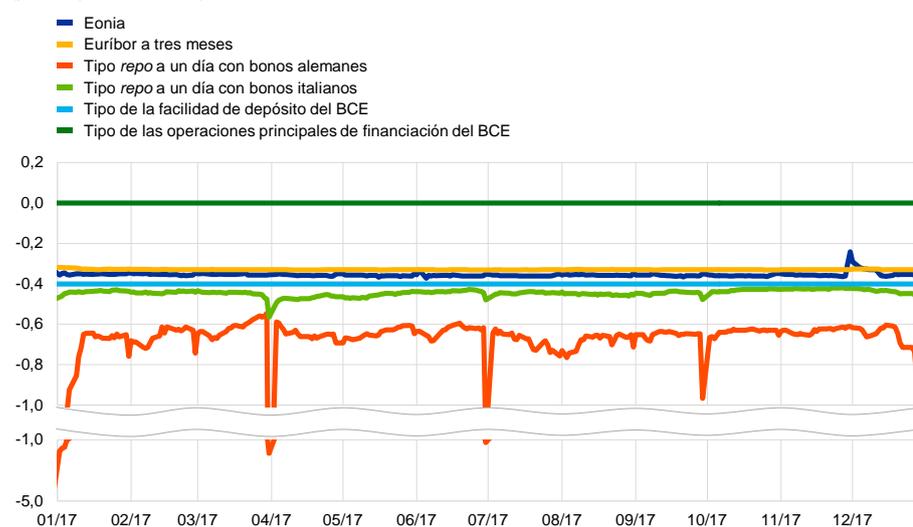
Los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro se estabilizaron en niveles muy bajos

En un contexto en el que el BCE mantuvo sin variación los tipos de interés oficiales y siguió aplicando una política monetaria acomodaticia durante 2017, los tipos de interés del mercado monetario permanecieron en niveles excepcionalmente reducidos.

El índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia) permaneció estable y registró una media de alrededor de -36 puntos básicos (véase gráfico 14), mientras que el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor) a tres meses disminuyó ligeramente y se estabilizó en torno a -33 puntos básicos. Esta evolución estuvo en consonancia con la tendencia al alza observada en el exceso de liquidez del sector bancario de la zona del euro resultante de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. El exceso de liquidez aumentó en 600 mm de euros durante el año y alcanzó niveles de aproximadamente 1.800 mm de euros a finales de 2017 (véase también la sección 2.3). En el mercado monetario con garantías, los tipos *repo* correspondientes a los activos de garantía emitidos por emisores soberanos de la zona del euro siguieron en niveles diferentes, ya que algunos tipos *repo* se situaron próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE y otros muy por debajo, reflejando las distintas condiciones de mercado en cada segmento. Por ejemplo, la fuerte demanda de activos de garantía de alta calidad se tradujo en variaciones significativas de los tipos al final de cada trimestre.

Gráfico 14 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 3 de noviembre de 2017.

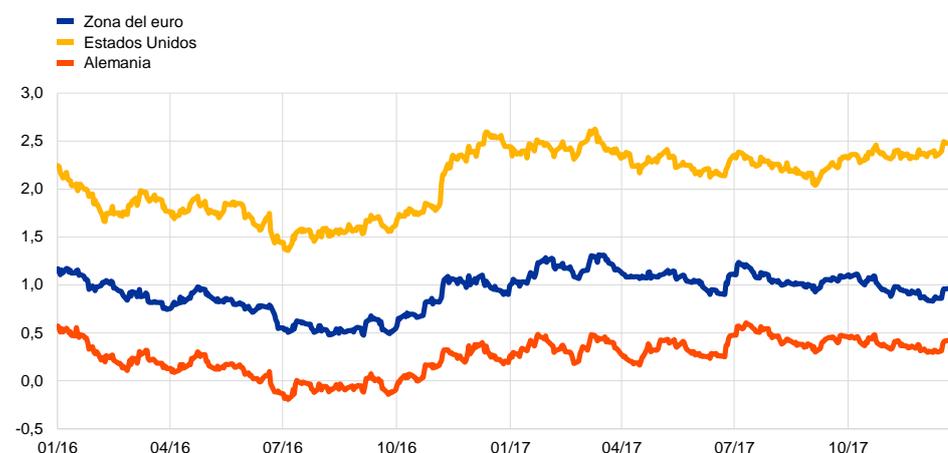
Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables y los precios de las acciones aumentaron de forma significativa

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro permanecieron prácticamente estables en 2017, aunque, en promedio, se situaron en niveles más elevados que en 2016, reflejando el impacto neto del fortalecimiento gradual de las perspectivas macroeconómicas a escala nacional y mundial (véase gráfico 15), la correspondiente desaparición del riesgo de deflación y la persistencia de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE. La media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro se situó en el 1 % el 29 de diciembre de 2017, sin cambios con respecto a la media de diciembre de 2016. El diferencial de rendimientos de la deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro frente al tipo de interés del bono alemán a diez años se redujo, especialmente en Portugal y Grecia, en el contexto de la mejora de sus calificaciones crediticias durante 2017.

Gráfico 15

Rendimientos de la deuda soberana a diez años de la zona del euro, Estados Unidos y Alemania

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de la zona del euro se refieren a la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años. La última observación corresponde al 29 de diciembre de 2017.

Los precios de las acciones de la zona del euro avanzaron con fuerza en 2017, en un contexto de mejora del crecimiento económico a escala nacional y mundial y de bajos niveles de los tipos de interés. Más concretamente, un índice amplio de los precios de las acciones de las SNF se incrementó en un 12 % a lo largo de 2017, mientras que un índice de las cotizaciones del sector bancario aumentó en un 14 %. Los precios de las acciones de las SNF de Estados Unidos subieron a un ritmo ligeramente más rápido que los de la zona del euro, debido a las expectativas de que el recorte previsto del impuesto sobre sociedades tuviera un impacto positivo en los beneficios. Sin embargo, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, la

prima de riesgo de las acciones³³, que mide el exceso de rentabilidad que exigen los inversores para invertir en valores de renta variable en vez de en valores de renta fija a largo plazo, se mantuvo en niveles significativamente superiores a los registrados antes de que comenzase la crisis financiera en 2008.

Gráfico 16

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2016 = 100)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Notas: Para la zona del euro se muestran los índices EURO STOXX Banks (entidades de crédito) y Datastream (sociedades no financieras o SNF), y para Estados Unidos, el S&P Banks (entidades de crédito) y el Datastream (SNF). La última observación corresponde al 29 de diciembre de 2017.

Los flujos de financiación externa de las sociedades no financieras y de los hogares aumentaron

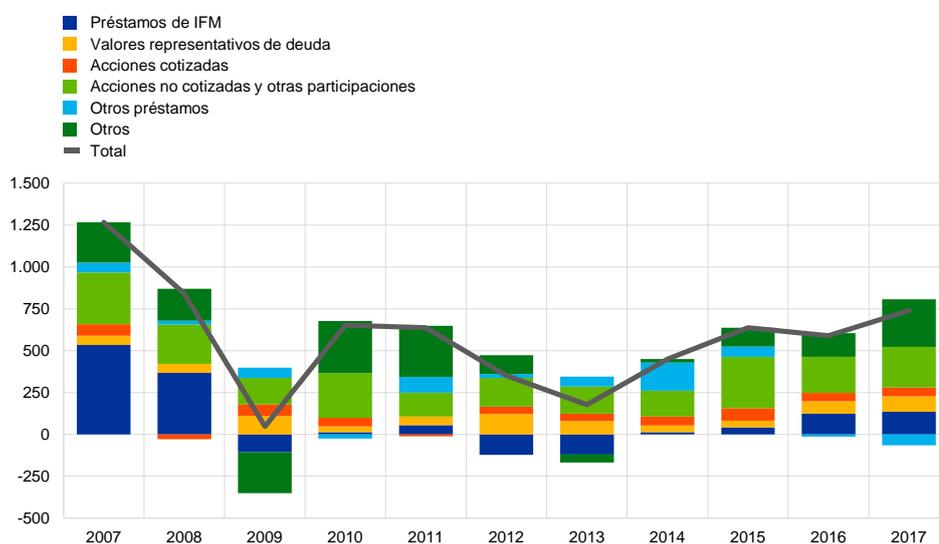
En general, las condiciones de financiación siguieron favoreciendo la inversión empresarial. En 2017, los flujos de financiación externa de las sociedades no financieras aumentaron y superaron el nivel medio registrado en 2016 (véase gráfico 17). Desde una perspectiva de largo plazo, la recuperación de los flujos de financiación externa de las SNF desde los mínimos observados en el cuarto trimestre de 2013 ha estado respaldada por: i) unos costes de financiación favorables, incluida una relajación de las condiciones de concesión de los préstamos bancarios; ii) la expansión en curso de la actividad económica, y iii) un número elevado de fusiones y adquisiciones. Además, la política monetaria acomodaticia del BCE también ha contribuido a crear condiciones favorables para que las SNF accedan a la financiación de mercado. En particular, el programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) introducido en junio de 2016 respaldó la emisión neta de valores representativos de deuda por parte de las sociedades no financieras (véase sección 2.2).

³³ Para más detalles sobre la metodología utilizada para calcular la prima de riesgo de las acciones, véase el recuadro titulado «Los determinantes recientes de los precios de las acciones en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2017.

Gráfico 17

Flujos netos de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(flujos anuales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: «Otros préstamos» incluye préstamos de entidades distintas de IFM (otras instituciones financieras, empresas de seguros y fondos de pensiones) y del resto del mundo. Los préstamos de las IFM y de entidades distintas de IFM están corregidos por titulaciones y otras transferencias. «Otros» se refiere a la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico. Incluye préstamos entre empresas relacionadas y crédito comercial. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

La importancia de las fuentes de financiación no bancaria ha aumentado de forma significativa desde el inicio de la crisis³⁴. Aunque el flujo neto de préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) tendió a contraerse y se situó en niveles negativos algunos años durante la crisis y posteriormente, el flujo de financiación de otras fuentes (por ejemplo, la emisión de acciones cotizadas y no cotizadas y de valores representativos de deuda) siguió siendo positivo. El creciente peso de la financiación no bancaria en la financiación total de las SNF de la zona del euro refleja factores tanto cíclicos como estructurales (véase recuadro 4). Con todo, el flujo neto de los préstamos concedidos por las IFM a las SNF ha vuelto a ser positivo desde 2014.

En términos de saldos, los préstamos siguieron siendo el instrumento más importante de financiación proporcionada por el sector financiero de la zona del euro en su conjunto y representaron aproximadamente el 56 % del total de créditos otorgados a las SNF en el tercer trimestre de 2017. Las acciones cotizadas en poder del sector financiero supusieron alrededor del 29 % del total de acciones cotizadas emitidas por las SNF, un porcentaje algo más elevado que en 2013. Los valores representativos de deuda en manos del sector financiero (excluido el Eurosistema) constituían en torno al 68 % del total de valores representativos de deuda emitidos por las SNF en el tercer trimestre de 2017, también ligeramente por encima del nivel de 2013. Las IFM continuaron siendo los proveedores más importantes de

³⁴ Para más detalles, véase el artículo titulado «[The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

financiación mediante préstamos para las SNF, concentrando aproximadamente el 73 % de los otorgados a estas sociedades por el sector financiero en el tercer trimestre de 2017, aunque este porcentaje fue levemente inferior al de 2013³⁵.

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares también se fortaleció en 2017 y estuvo impulsada, en particular, por los préstamos bancarios. Por lo que respecta a los distintos componentes de estos préstamos, el crédito para adquisición de vivienda siguió siendo, con diferencia, el que más contribuyó al crecimiento total de los préstamos a hogares. Al mismo tiempo, el crecimiento del crédito al consumo cobró impulso, mientras que el crédito para otros fines experimentó una contracción.

Además, en los tres primeros trimestres de 2017, la riqueza neta de los hogares creció a un ritmo vigoroso. En particular, el alza sostenida de los precios de la vivienda se tradujo en significativas ganancias por valoración en los activos inmobiliarios de los hogares (véase recuadro 6). La subida de los precios de las acciones en 2017 también incrementó el valor de los activos financieros de este sector, con una sustancial contribución positiva al crecimiento de la riqueza neta. La deuda bruta de los hogares —medida en porcentaje de la renta disponible bruta nominal de este sector— siguió reduciéndose en 2017, pero se mantuvo muy por encima de su media anterior a la crisis.

El crecimiento monetario se mantuvo prácticamente estable

En 2017, el crecimiento del agregado monetario amplio continuó siendo vigoroso (véase gráfico 18), y en diciembre se situó en el 4,6 %, frente al 5 % de finales de 2016. El avance registrado en 2017 en este agregado fue acorde con el ritmo sostenido de expansión monetaria observado desde mediados de 2015. El crecimiento de M3 siguió impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno caracterizado por unos tipos de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. La actual expansión de la actividad económica y las medidas no convencionales del BCE, especialmente su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), fueron otros importantes factores que determinaron la evolución monetaria de la zona del euro. El avance de M1, que se vio favorecido por el elevado crecimiento de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras, se mantuvo prácticamente sin cambios en el 8,6 % en diciembre de 2017, frente al 8,8 % de diciembre de 2016.

³⁵ Para más detalles, véase la sección 1.2 del [Report on financial structures](#), BCE, octubre de 2017.

Gráfico 18

M3 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

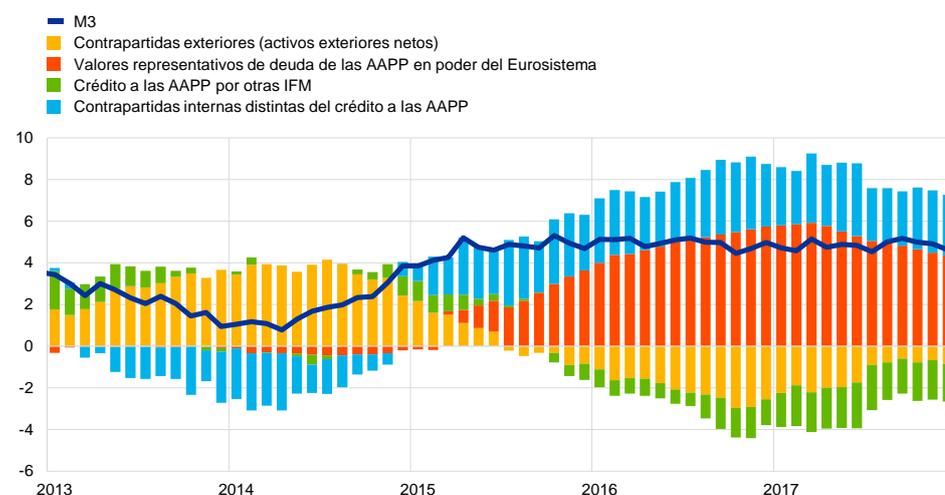
Las contrapartidas internas volvieron a ser el principal factor impulsor del avance del agregado monetario amplio

Las adquisiciones de deuda pública por parte del Eurosistema (véanse las barras rojas del gráfico 19), realizadas principalmente en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) contribuyeron positivamente al crecimiento de M3. En abril de 2017, el promedio de las compras mensuales efectuadas en el marco del APP se redujo en 20 mm de euros, lo que se tradujo en una disminución del impacto de estas compras sobre el crecimiento de M3. Asimismo, las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas (AAPP) tuvieron un efecto positivo en el avance de M3 en 2017 (véanse las barras azules del gráfico 19). Dos factores contribuyeron a esta evolución. En primer lugar, la actual recuperación del crédito al sector privado (véase gráfico 18) influyó positivamente en el crecimiento de M3. En esta partida se incluyen los préstamos otorgados por las IFM al sector privado y las tenencias de las IFM de valores emitidos por el sector privado, excluidas las IFM de la zona del euro. Estas tenencias también comprenden las adquisiciones de valores representativos de deuda del sector privado, excluidas las IFM, realizadas por el Eurosistema en el marco del CSPP. En segundo lugar, la reducción continuada de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM, que se incluyen en las contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP, favoreció el crecimiento de M3. La tasa de variación interanual de estos pasivos lleva siendo negativa desde el segundo trimestre de 2012 como consecuencia, en parte, del impacto de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE, que posiblemente hayan sustituido a la financiación de mercado a más largo plazo. Esta evolución también tuvo su origen en el perfil relativamente plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria del BCE, que hizo que a los inversores les resultase menos favorable mantener

depósitos a largo plazo y bonos bancarios. En cambio, las ventas de deuda pública por parte de las IFM de la zona del euro, excluido el Eurosistema, contribuyeron a la tasa de variación interanual negativa del crédito concedido a las Administraciones Públicas por estas instituciones, excluido el Eurosistema, frenando, por tanto, la expansión de M3 (véanse las barras verdes del gráfico 19). Además, los activos exteriores netos de las IFM siguieron lastrando el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 19).

Gráfico 19 M3 y sus contrapartidas

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: «Contrapartidas internas distintas del crédito a las AAPP» incluye los pasivos financieros a más largo plazo (incluidos capital y reservas) de las IFM, el crédito al sector privado por parte de las IFM y otras contrapartidas.

Recuadro 4

La dimensión estructural de la financiación de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro

La estructura de la financiación del sector privado no financiero desempeña un papel fundamental en la transmisión de la política monetaria a la economía real, así como en la capacidad de resistencia de esta última a perturbaciones. A diferencia de Estados Unidos, donde predomina la financiación de mercado, el sector privado no financiero de la zona del euro ha recurrido principalmente a los bancos para financiar sus gastos.

El porcentaje de préstamos bancarios (o de los concedidos por instituciones financieras monetarias, IFM) en el total de financiación externa de las sociedades no financieras (SNF) ha disminuido de forma significativa en la zona del euro desde 2007. En términos de saldos, el crédito bancario representó el 12,4 % de la financiación externa de las SNF en el tercer trimestre de 2017 (véase cuadro A), un descenso de 4,1 puntos porcentuales con respecto a 2007³⁶. Asimismo, el porcentaje de préstamos bancarios en el total de la financiación mediante deuda de

³⁶ La financiación externa total incluye la financiación mediante deuda y acciones de las SNF.

este sector se situó en el 27,7 % en el tercer trimestre de 2017, 9,2 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en 2007³⁷. El peso de los préstamos bancarios en la financiación externa y mediante deuda de las SNF, y su disminución en este peso, son considerablemente mayores si se excluye la financiación interempresarial. Con arreglo a esta métrica, el porcentaje de préstamos bancarios fue del 44,9 % de la financiación mediante deuda de las SNF en 2017, frente al 59,5 % de 2007. El retroceso de la financiación bancaria de las SNF entre 2007 y 2017 se debió fundamentalmente a la evolución de la estructura de financiación de las grandes empresas. En cambio, las pequeñas y medianas empresas, que son la columna vertebral de la economía de la zona del euro, continúan financiándose principalmente a través del crédito bancario. Los valores representativos de deuda emitidos por las SNF, los préstamos de entidades distintas de IFM y los del resto del mundo representaron, conjuntamente, el 13 % de la financiación externa y el 29,2 % de la financiación mediante deuda de este sector en el tercer trimestre de 2017. En comparación con 2007, este peso ha aumentado 4 y 9,1 puntos porcentuales, respectivamente. Los préstamos de entidades distintas de IFM y del resto del mundo incluyen, entre otros, los concedidos por entidades de propósito especial (SPE, en sus siglas en inglés) para financiar a su sociedad matriz mediante la emisión de valores representativos de deuda por parte de estas filiales³⁸. Las emisiones de acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones por parte de las SNF, a su vez, supusieron el 55,4 % de la financiación externa de las SNF en el tercer trimestre de 2017. El peso conjunto de estas emisiones se ha mantenido prácticamente sin cambios desde 2007, ya que el efecto a la baja derivado de la caída de los precios de las acciones se ha visto compensado con emisiones netas de acciones y con un aumento de los beneficios no distribuidos durante la crisis³⁹.

³⁷ La financiación mediante deuda se define como los pasivos totales, menos las acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones emitidas.

³⁸ Estas entidades de propósito especial suelen ser residentes en un país de la zona del euro distinto del de la matriz o de fuera de la zona, con el fin de beneficiarse de un sistema tributario favorable y de la tecnología financiera.

³⁹ En las cuentas sectoriales, los beneficios no distribuidos se clasifican como operaciones no financieras. Al igual que en la contabilidad empresarial, se contabilizan como financiación interna (no como operaciones financieras). No obstante, el valor de mercado del saldo vivo de las participaciones emitidas por SNF podría aumentar por revalorizaciones resultantes del fortalecimiento de los balances de este sector.

Cuadro A

Estructura del balance de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes del saldo vivo de los pasivos totales)

	2007		2017		Variación entre 2007 y 2017	
	Total	Excluida financiación interempresarial	Total	Excluida financiación interempresarial	Total	Excluida financiación interempresarial
Préstamos de IFM	16,5	19,9	12,4	14,9	-4,1	-5,0
Valores representativos de deuda emitidos	2,5	3,0	4,1	5,0	1,6	1,9
Acciones cotizadas emitidas	19,7	23,7	17,9	21,6	-1,8	-2,1
Préstamos de entidades distintas de IFM	2,5	3,1	4,6	5,5	2,0	2,4
Préstamos del resto del mundo	3,9	4,7	4,4	5,2	0,4	0,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones emitidas	35,6	42,8	37,5	45,2	1,9	2,4
Financiación interempresarial	16,9	-	17,0	-	0,1	-
Otros	2,3	2,7	2,2	2,6	-0,1	-0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0
Pro-memoria: porcentajes de la financiación total mediante deuda						
Préstamos de IFM	37,0	59,5	27,7	44,9	-9,2	-14,6
Valores representativos de deuda emitidos	5,6	9,1	9,3	15,0	3,6	5,9
Préstamos de entidades distintas de IFM	5,7	9,2	10,2	16,5	4,5	7,4
Préstamos del resto del mundo	8,8	14,1	9,8	15,8	1,0	1,7
Financiación interempresarial	37,8	-	38,2	-	0,4	-
Otros	5,1	8,2	4,8	7,8	-0,3	-0,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017. Los pasivos totales de las SNF en otras cuentas pendientes de pago sólo incluyen el crédito comercial. En las cuentas nacionales, los pasivos totales incluyen acciones y participaciones a valor de mercado. «Préstamos de entidades distintas de IFM» incluye los otorgados a SNF por otras instituciones financieras (OIF) y empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP). «Financiación interempresarial» incluye los préstamos entre empresas relacionadas y el crédito comercial. «Otros» se refiere a la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el cuadro. «Financiación total mediante deuda» se define como la financiación total, excluidas acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones emitidas.

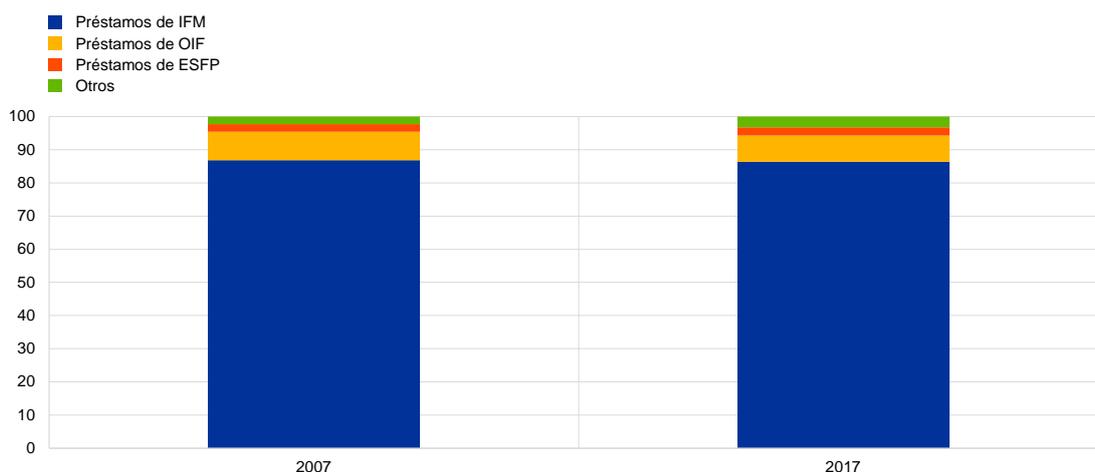
Los porcentajes de préstamos bancarios y de los otorgados por otras instituciones financieras (OIF) en el crédito total concedido a los hogares de la zona del euro apenas han variado en los últimos diez años. En términos de saldos, los préstamos bancarios y los concedidos por OIF supusieron el 86,4 % y el 7,9 %, respectivamente, del crédito total a los hogares en el tercer trimestre de 2017 (véase gráfico A). La mayor parte de los préstamos bancarios concedidos a este sector (el 75,3 % del total) se destinan a la adquisición de vivienda. El resto corresponde al crédito al consumo (es decir, préstamos destinados al consumo personal de bienes y servicios), y a la categoría residual de «Otros préstamos a hogares» (p.ej. préstamos a empresas familiares, préstamos con fines educativos), que representan el 11,7 % y el 13 %, respectivamente, del crédito bancario total otorgado a este sector. Reflejando su composición por finalidad, la gran mayoría de los préstamos bancarios concedidos a los hogares de la zona del euro tienen plazos de vencimiento más largos. Otras fuentes de financiación son los préstamos de las OIF y las empresas de seguros y fondos de pensiones. Entre las OIF se incluyen, por ejemplo, entidades no bancarias especializadas en crédito al consumo y sociedades instrumentales dedicadas a la

titulización de préstamos hipotecarios y para consumo originados por entidades de crédito, mientras que las empresas de seguros y fondos de pensiones conceden préstamos para adquisición de vivienda. No obstante, en términos cuantitativos, el papel que desempeñan estas entidades en la concesión de financiación a los hogares solo es significativo en un reducido número de países de la zona del euro.

Gráfico A

Estructura del balance de los hogares de la zona del euro

(porcentajes del saldo vivo del total de préstamos concedidos)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017. «Otros» se refiere a la diferencia entre el total y los sectores acreedores incluidos en el gráfico.

El creciente peso de la financiación no bancaria en la financiación externa total de las SNF de la zona del euro desde 2008 refleja factores tanto cíclicos como estructurales. En el pasado, las empresas recurrían principalmente al crédito bancario como fuente de nueva financiación externa⁴⁰. El flujo neto de financiación de los bancos a las empresas se contrajo en la zona del euro en el punto álgido de la Gran Recesión y de la crisis financiera y de deuda soberana, y después se recuperó progresivamente (véase gráfico B). El descenso de los préstamos bancarios obedeció tanto a factores de demanda como de oferta. El retroceso de la actividad económica y la necesidad de sanear los balances redujo la demanda de crédito de las SNF, mientras que el deterioro de la capacidad de las empresas para atender la carga de la deuda y de los balances bancarios llevaron a un endurecimiento de los criterios de concesión y a una disminución de la oferta de crédito⁴¹. Además, las SNF aumentaron sus emisiones netas de valores representativos de deuda durante la crisis para compensar la menor disponibilidad de crédito bancario y, más recientemente, para beneficiarse de las favorables condiciones de financiación en los mercados que se han visto respaldadas por el programa de compras de bonos corporativos del BCE. Los préstamos concedidos por las OIF a las empresas también se han incrementado, reflejando un aumento de los otorgados por entidades de propósito especial para financiar a su matriz. Las SNF también aumentaron su recurso al crédito comercial y a los préstamos interempresariales y financiaron una proporción más elevada de sus actividades con fondos generados internamente y

⁴⁰ Véase también el recuadro titulado «Tendencias en la estructura de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

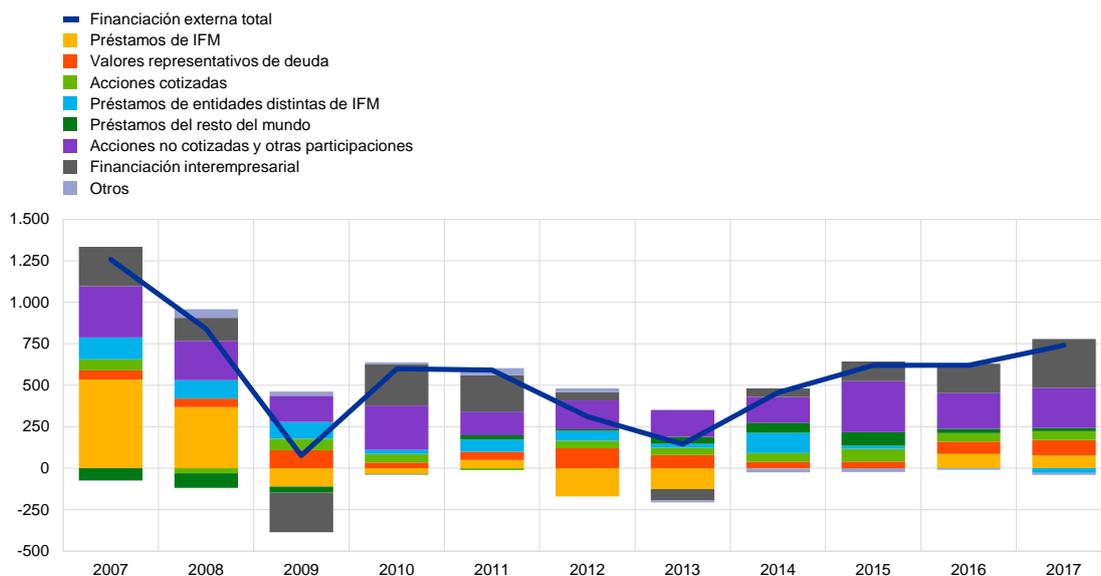
⁴¹ Véase también el artículo titulado «The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

con los mayores beneficios no distribuidos, con el fin de mitigar el efecto negativo de la menor oferta de crédito en la disponibilidad de financiación externa mediante deuda. En general, la importancia de las fuentes de financiación no bancaria se ha acrecentado de forma significativa desde el inicio de la crisis.

Gráfico B

Financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, por instrumento

(flujos anuales; mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

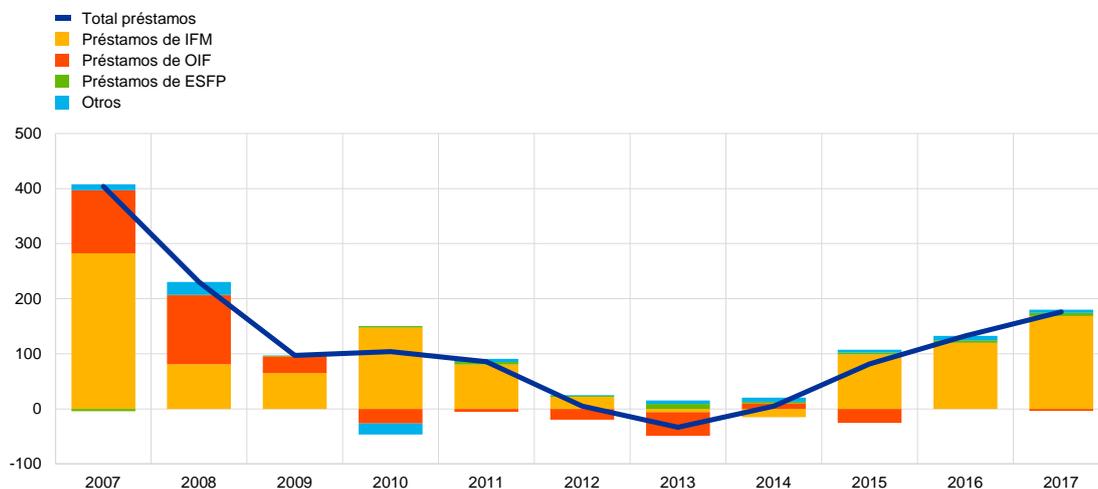
Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017. La financiación total de las SNF en «Otras cuentas pendientes de pago» sólo incluye el crédito comercial. «Préstamos de entidades distintas de IFM» incluye los otorgados a SNF por otras instituciones financieras (OIF) y empresas de seguros y fondos de pensiones. «Financiación interempresarial» incluye los préstamos entre empresas relacionadas y el crédito comercial. «Otros» se refiere a la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico.

El sector hogares de la zona del euro sigue financiando sus compras de inmuebles y de bienes de consumo duradero principalmente con préstamos bancarios y, a diferencia del sector empresarial, no los han sustituido por otras fuentes de financiación. El total de préstamos concedidos a hogares se moderó en la zona cuando estalló la Gran Recesión y se situó en terreno negativo tras la crisis financiera y de deuda soberana de la zona. Al igual que en el caso de las SNF, la crisis dio lugar a una disminución del crédito bancario a los hogares (véase gráfico C), como consecuencia tanto de factores de demanda como de oferta. Paralelamente, la contracción del crédito concedido por las OIF a los hogares fue más acusada que la experimentada por los préstamos bancarios y, a diferencia de éstos, los préstamos de las OIF no se han recuperado tras la crisis. Esto se debió principalmente a dos factores. Primero, el crecimiento del crédito necesario para que los bancos pudieran mantener la titulización de préstamos, que financiaban gran parte de los préstamos de las OIF a hogares, se interrumpió. Segundo, el destacado papel que desempeñaron las sociedades instrumentales en las turbulencias de los mercados financieros y los cambios regulatorios provocaron un descenso de la demanda y de la oferta de productos titulizados.

Gráfico C

Concesión de préstamos a los hogares de la zona del euro, por sector acreedor

(flujos anuales; mm de euros)



Fuente: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017. «Otros» se refiere a la diferencia entre el total y los sectores acreedores incluidos en el gráfico.

En general, una mayor relevancia de las fuentes de financiación no bancaria en la financiación externa de las SNF puede acelerar la transmisión de la política monetaria. En particular, algunas entidades distintas de IFM pueden ajustar sus exposiciones al riesgo en respuesta a cambios en los ciclos económico y financiero con mayor flexibilidad que las entidades de crédito. Con todo, queda por ver si la tendencia actual hacia un modelo de financiación de la economía real basado en mayor medida en los mercados continuará cuando el crédito bancario se haya recuperado totalmente. Al mismo tiempo, una mayor diversificación de las fuentes de financiación para las empresas puede haber reducido su vulnerabilidad a futuras disminuciones de la oferta de préstamos bancarios o de la disponibilidad de fuentes de financiación en los mercados. En cambio, la financiación externa de los hogares sigue dependiendo del crédito bancario, ya que la financiación procedente de otras fuentes continúa siendo limitada.

2 Política monetaria: paciencia, perseverancia y prudencia

Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en los últimos años han tenido por objeto apoyar la recuperación económica de la zona del euro y situar de nuevo la inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 %, a medio plazo, compatible con la estabilidad de precios. Estas medidas se han transmitido de manera efectiva a las condiciones de financiación de los hogares y las empresas. Durante 2017 continuó la expansión del balance del Eurosistema, principalmente como consecuencia del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) en curso y de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

2.1 La orientación de la política monetaria: un grado muy considerable de acomodación

La recuperación económica continuó afianzándose a principios del año, pero la baja inflación subyacente requirió mantener la política

Tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en diciembre de 2016, las medidas de política monetaria del BCE continuaron transmitiéndose de manera efectiva a las condiciones crediticias y de financiación de mercado de las empresas y los hogares de la zona del euro (véase sección 2.2)⁴². Aunque, en líneas generales, los riesgos para las perspectivas económicas pasaron a ser menos pronunciados a principios del año, siguieron orientados a la baja y estuvieron relacionados principalmente con el entorno mundial, las incertidumbres políticas y la debilidad persistente de los balances de algunos sectores. Además, las perspectivas de tendencia al alza de la inflación continuaron dependiendo de unas condiciones de financiación muy favorables que, en gran medida, estuvieron condicionadas por la orientación acomodaticia de la política monetaria.

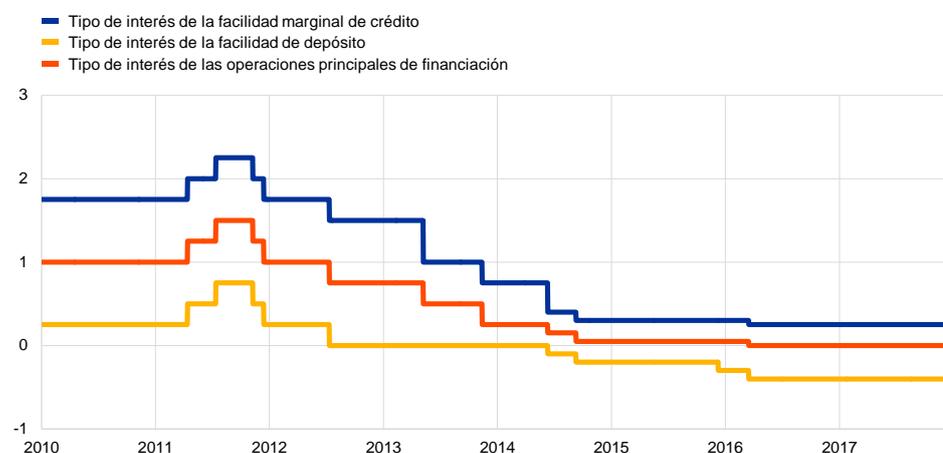
El contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirmaba que era necesario un grado muy considerable de acomodación monetaria para que se produjera un aumento duradero y autosostenido de las presiones inflacionistas en la zona del euro, pese a la creciente solidez de la recuperación económica. Esto exigió del Consejo de Gobierno firmeza en el mantenimiento de su política, revalidando las decisiones adoptadas en su reunión de política monetaria de diciembre de 2016, lo que supuso mantener los tipos de interés oficiales del BCE sin variación (véase gráfico 20) y confirmar tanto el ritmo como el horizonte previstos de las compras en el marco del APP, así como las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la evolución futura (*forward guidance*) de los tipos de interés oficiales y el APP.

⁴² En diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros del APP a partir de enero de 2017 para asegurar que el programa continuara ejecutándose con fluidez y para aceptar cantidades limitadas de efectivo como garantía en las facilidades de préstamo de valores del PSPP (programa de compras de valores públicos) con el fin de respaldar el funcionamiento y la liquidez del mercado de *repos* de la zona del euro. Los cambios de los parámetros del APP consistieron en reducir de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles en el PSPP y permitir las adquisiciones de valores con rendimiento inferior al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en la medida en que fuera necesario.

Gráfico 20

Tipos de interés oficiales del BCE

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 31 de diciembre de 2017.

La política de *forward guidance* evolucionó en respuesta a la mejora en la evaluación de los riesgos y a la menor probabilidad de contingencias desfavorables

Para mediados de 2017, la recuperación económica se había fortalecido y se proyectaba que el crecimiento del producto avanzaría a un ritmo algo más rápido de lo previsto anteriormente y que se extendería a todos los países y sectores. En consecuencia, en junio de 2017, el Consejo de Gobierno modificó su evaluación de los riesgos para las perspectivas de crecimiento y consideró que, en general, estaban equilibrados. En vista de la mayor solidez y fortaleza de la dinámica de crecimiento, los riesgos de cola a la baja para las perspectivas de estabilidad de precios también habían disminuido, por lo que la probabilidad de que se materializaran escenarios muy adversos, como los relacionados con riesgos de deflación, se había reducido notablemente.

Para adecuar su comunicación a la mejora observada en la evaluación de los riesgos, en junio de 2017, el Consejo de Gobierno decidió suprimir la referencia a nuevos recortes de los tipos de interés de su política de *forward guidance* sobre la senda esperada de los tipos de interés oficiales del BCE, que había estado señalando una posible respuesta de política monetaria a contingencias muy graves. No obstante, al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno insistió en que se necesitaba paciencia para que las presiones inflacionistas aumentaran gradualmente. También reiteró su compromiso de perseverar en sus medidas de política monetaria con el fin de mantener el grado muy considerable de acomodación monetaria que todavía era necesario para que se materializara un ajuste sostenido de la inflación.

La política de *forward guidance* sobre el nivel de los tipos de interés y sobre el ritmo de compra de activos refleja, en general, la importancia de la interacción de los

distintos instrumentos que influyen en la orientación de la política monetaria. Ciertamente, los diferentes elementos del amplio paquete de medidas de política monetaria se complementan y se refuerzan mutuamente para mantener las condiciones de financiación muy favorables que son necesarias para respaldar un retorno sostenido de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. A este respecto, la política de *forward guidance* establecida por el Consejo de Gobierno en 2017 estuvo relacionada no solo con las condiciones en las que se retirarían las medidas de estímulo, sino también con la secuenciación de los cambios en las medidas de política monetaria.

Las medidas de política monetaria se reajustaron en octubre, al tiempo que se mantuvieron unas condiciones de financiación muy favorables

La información recibida durante el tercer trimestre de 2017, incluidas las proyecciones macroeconómicas de septiembre elaboradas por los expertos del BCE, continuó indicando una expansión económica sólida y generalizada en los distintos países y sectores. El firme ritmo de crecimiento siguió respaldando la confianza del Consejo de Gobierno en que la inflación se encaminaría gradualmente hacia un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo, siempre que se mantuvieran unas condiciones de financiación muy favorables. Al mismo tiempo, la inflación continuaba siendo muy baja y los indicadores de la inflación subyacente aún no habían mostrado señales más convincentes de una tendencia clara al alza. La debilidad de la inflación podía considerarse indicativa de la existencia de un grado todavía sustancial de holgura en los mercados de productos y de trabajo, pese al ligero avance del crecimiento de los salarios. Por lo tanto, la prudencia sugería que todavía era preciso un amplio estímulo monetario para asegurar un ajuste sostenido de la inflación, lo que hizo necesario reajustar los instrumentos de política monetaria aún después del final del año.

En consecuencia, en octubre de 2017, el Consejo de Gobierno adoptó varias decisiones para cumplir su objetivo de estabilidad de precios.

- En primer lugar, reiteró que esperaba que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran en los niveles vigentes durante un período prolongado de tiempo, que superaría con creces el horizonte de las compras netas de activos.
- En segundo lugar, la mejora de las perspectivas económicas y la mayor confianza en la convergencia de la inflación permitió al Consejo de Gobierno reducir la intensidad del APP. Las compras continuarían realizándose a un ritmo mensual de 30 mm de euros desde enero de 2018 hasta el final de septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en cualquier caso, hasta que el Consejo de Gobierno observase un ajuste sostenido de la senda de inflación. Además, el Consejo de Gobierno reiteró su compromiso de ampliar el volumen y/o la duración del APP si las perspectivas se tornasen menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el avance hacia un ajuste sostenido de la inflación.

- En tercer lugar, anunció que la reinversión de las amortizaciones del principal al vencimiento de los valores adquiridos en el marco del APP continuaría durante un período prolongado una vez finalizadas las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que fuera necesario. El mantenimiento del saldo de activos adquiridos contribuiría a preservar las condiciones favorables de liquidez y una orientación adecuada de la política monetaria.
- En cuarto lugar, las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación se ampliarían al menos hasta la finalización del último período de mantenimiento de reservas de 2019 para garantizar que la política monetaria continúe ejecutándose de manera fluida y al mismo tiempo preservar las condiciones favorables en los mercados monetarios de la zona del euro.

El considerable apoyo monetario prestado de forma continuada que suponen las compras netas adicionales de activos, el elevado volumen de activos adquiridos y sus próximas reinversiones, y las indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés, contribuirían a mantener las condiciones de financiación muy favorables que aún son necesarias para respaldar un retorno sostenido de la inflación hacia un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo, compatible con la estabilidad de precios.

Recuadro 5

Índices de referencia del mercado monetario de la zona del euro: evolución reciente

Los índices financieros de referencia pueden definirse en un sentido amplio como aquellos que se emplean como referencia para determinar el importe que se ha de pagar en relación con un instrumento o un contrato financiero, o el valor de un instrumento financiero. Uno de los índices de referencia del mercado monetario más utilizados en todo el mundo es el líbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres), mientras que los más usados en Europa son el euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro) y el eonia (índice medio del tipo de interés del euro a un día). Estos índices se determinan a partir de las contribuciones voluntarias de paneles de entidades de crédito que dan sus opiniones expertas sobre los precios de mercado vigentes («cotizaciones»), en el caso del euríbor, o a partir de las operaciones reales en el del eonia.

En los últimos años, el BCE ha seguido de cerca la reforma de los tipos de interés de referencia y ha participado activamente en ella, dada la necesidad de disponer de unos índices de referencia adecuados para el funcionamiento eficaz del sistema financiero y para la transmisión de la política monetaria. Los mercados financieros dependen en gran medida de ellos como referencia en los contratos financieros, por ejemplo, en los préstamos hipotecarios, los valores a tipo de interés variable o los instrumentos derivados. Asimismo, los tipos de referencia son un elemento central de la valoración diaria de diversos instrumentos financieros. En consecuencia, la falta de unos tipos de referencia adecuados y fiables podría provocar perturbaciones en los mercados, con repercusiones posiblemente importantes para la estabilidad financiera.

Los tipos de interés de referencia de la zona del euro y de otras economías han sido objeto de profundas reformas que se han guiado principalmente por una serie de principios establecidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, en sus siglas en inglés) en 2013 en respuesta a los escándalos relacionados con la manipulación del libor, pero también por la adopción del [Reglamento de la UE sobre Índices de Referencia](#). En Europa, los índices más utilizados, el euríbor y el eonia, están siendo sometidos a reformas emprendidas por su administrador, el European Money Markets Institute (EMMI). Como consecuencia de estas reformas, las prácticas de mercado y los contratos podrían tener que adaptarse a un nuevo entorno en los próximos años.

Por lo que respecta al euríbor, que es el tipo de interés de referencia en el mercado interbancario de depósitos en euros sin garantía que se publica para vencimientos que van de una semana a doce meses, el EMMI ha presentado planes para basar su metodología en transacciones en lugar de cotizaciones. A principios de 2017 se realizó una prueba en la que no se consiguió determinar la viabilidad de una metodología basada íntegramente en transacciones debido a un volumen insuficiente de operaciones en el mercado monetario. Por ese motivo, el EMMI está trabajando con participantes en el mercado en relación con una posible metodología híbrida para la determinación del euríbor que combinaría datos de transacciones con valoraciones de expertos. El desarrollo de esta metodología y la evaluación de su impacto posiblemente se extenderán hasta el primer semestre de 2018 y, a continuación, se realizará una consulta a las partes interesadas. Mientras, la metodología actual basada en cotizaciones seguirá utilizándose para calcular el euríbor.

En cuanto al eonia, que es un índice de referencia del mercado interbancario de depósitos en euros sin garantía y con vencimiento a un día basado íntegramente en transacciones, el 1 de febrero de 2018, el EMMI anunció, después de realizar un estudio sobre el mercado monetario sin garantías, que ya no era adecuado realizar una revisión de este índice porque los volúmenes de préstamo interbancario eran reducidos al tiempo que la actividad seguía concentrada. Asimismo, el EMMI subrayó que si las condiciones en los mercados no varían, no se garantizaría el cumplimiento del Reglamento de la UE sobre Índices de Referencia. Con todo, también recalcó que en caso necesario podría considerar la posibilidad de adaptar los parámetros metodológicos para incrementar la solidez del eonia.

La solidez del euríbor y del eonia, que se basan en las contribuciones voluntarias de entidades de crédito, se está convirtiendo en un motivo de creciente preocupación porque las entidades contribuidoras han ido disminuyendo con el tiempo. Se espera que estas entidades presenten diariamente cotizaciones basadas en valoraciones de expertos (en el caso del euríbor) o datos sobre sus operaciones de préstamo interbancario a un día sin garantías (en el caso del eonia). No obstante, recientemente, varias entidades han abandonado uno u otro panel, mencionando como principal razón que el proceso de reforma está suponiendo una sobrecarga para sus procedimientos. La participación en la elaboración de índices de referencia también conlleva responsabilidades y riesgos de reputación.

El Reglamento de la UE sobre Índices de Referencia solo puede servir de mecanismo temporal de protección en caso de que las entidades de crédito continúen abandonando los paneles. Las disposiciones especiales del Reglamento se aplican a índices como el euríbor y el eonia,

calificados como «críticos»⁴³. Debe destacarse que el regulador, que en el caso de estos dos índices es la Autoridad belga de Mercados y Servicios Financieros (FSMA, en sus siglas en inglés), puede exigir contribuciones obligatorias para el índice si su representatividad se ve amenazada, por ejemplo, por el abandono de bancos que integran los paneles. Aunque este mecanismo podría ser una solución provisional, su aplicación se limita a un período máximo de dos años, por lo que no puede considerarse una solución a largo plazo si la viabilidad de un índice de referencia se ve comprometida.

En vista de la importancia de que los mercados cuenten con índices de referencia sólidos y fiables, el 21 de septiembre de 2017, el BCE anunció que publicará un nuevo tipo de interés de depósito a un día antes de 2020 basándose en datos recopilados con arreglo al [Reglamento relativo a las estadísticas de los mercados monetarios](#). Este tipo de interés complementará los tipos de referencia existentes producidos por el sector privado y servirá de respaldo para los mismos. Durante los dos próximos años, el BCE definirá las principales características de este nuevo tipo de interés, desarrollará la metodología de cálculo y someterá a prueba su solidez. Durante este tiempo, el BCE mantendrá una comunicación transparente, incluyendo la utilización de consultas públicas. La [primera consulta pública](#) se inició el 28 de noviembre de 2017 con el fin de recabar la opinión de las partes interesadas sobre las principales características del tipo de interés y la hora de publicación.

También se ha puesto en marcha otra iniciativa en el mercado monetario de la zona del euro en la que un grupo de trabajo sobre tipos de interés libres de riesgo para la zona del euro establecido recientemente proporcionará una plataforma para que el sector privado pueda discutir sobre tipos alternativos y cuestiones relacionadas con la transición a posibles tipos alternativos a corto plazo de la zona del euro. La labor de este grupo tiene por objetivo seguir la recomendación del Official Sector Steering Group del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) de julio de 2014 para identificar y adoptar uno o varios tipos de interés libres de riesgo en las principales áreas monetarias. El grupo estará integrado por entidades del sector privado y será presidido por un representante de dicho sector. Asimismo, contará con el apoyo de las autoridades y el BCE se ocupará de las funciones de secretaría⁴⁴.

2.2 La transmisión efectiva de las medidas de política monetaria del BCE

Las medidas de política monetaria aplicadas desde junio de 2014 continuaron transmitiéndose a las condiciones de financiación de las empresas y los hogares, y fortalecieron los flujos de crédito en toda la zona del euro en 2017. Las compras de activos realizadas en el marco del APP, los bajos niveles de los tipos de interés oficiales que se mantuvieron sin variación, las indicaciones sobre la evolución futura

⁴³ El 11 de agosto de 2016 y el 28 de junio de 2017, respectivamente, el euríbor y el eonia fueron designados «índices de referencia críticos» por la Comisión Europea con arreglo al Reglamento sobre Índices de Referencia en vista de su crucial importancia para los mercados y la elevada cantidad de contratos en los que se utilizan como referencia.

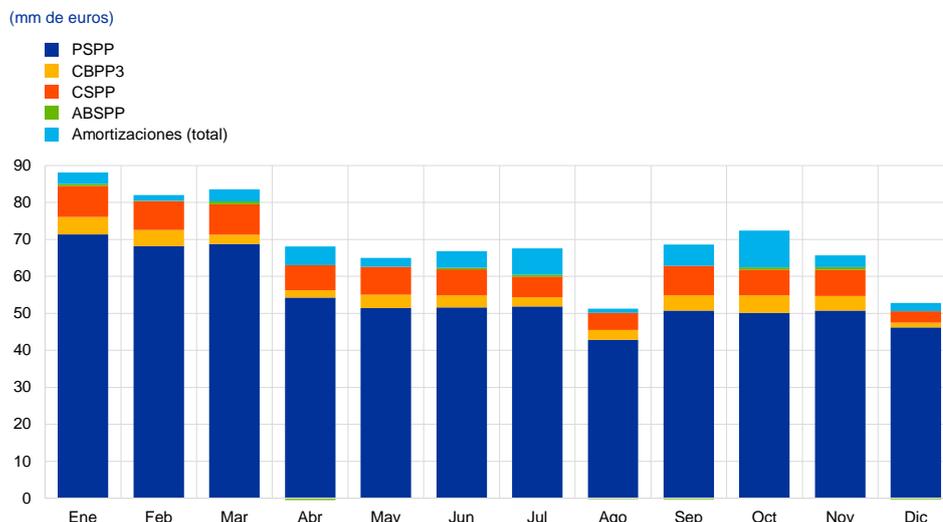
⁴⁴ En el [sitio web del BCE](#) pueden consultarse los términos de referencia del grupo de trabajo e información adicional.

(*forward guidance*) en relación con estos dos instrumentos, así como las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), aseguraron unas condiciones de financiación muy favorables y siguieron siendo un factor clave del fortalecimiento de la recuperación económica de la zona del euro.

La ejecución del APP continuó desarrollándose con fluidez, tanto en el marco de los programas de compra de activos del sector privado, que comprenden el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el programa de compras de bonos corporativos (CSPP) y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), como en el del programa de compras de valores públicos (PSPP). Este último incluye bonos emitidos por administraciones centrales, administraciones regionales, agencias e instituciones supranacionales de la zona del euro. Los volúmenes adquiridos fueron, en promedio, acordes con los objetivos mensuales fijados por el Consejo de Gobierno, esto es, compras por importe de 80 mm de euros al mes de enero a marzo y de 60 mm de euros al mes de abril a diciembre (véase gráfico 21). Como consecuencia de las fluctuaciones estacionales de la liquidez del mercado, los volúmenes de activos adquiridos se situaron por debajo del objetivo mensual en agosto y en diciembre, pero esta evolución quedó compensada con unos volúmenes de compras ligeramente superiores durante el resto del año. Considerando los distintos países, los volúmenes mensuales de compras también variaron levemente debido a la creciente relevancia de la reinversión de las amortizaciones de los bonos que van venciendo, la cual comenzó a efectuarse en marzo de 2017 en el caso de los valores adquiridos en el marco del PSPP. En general, las compras mensuales solo se desviaron marginalmente de los volúmenes fijados como objetivo en términos relativos. El saldo de las tenencias de valores del PSPP, que es el indicador adecuado para valorar la distribución de los volúmenes de compras, se mantuvo próximo a la asignación prevista en función de la clave de capital, teniendo en cuenta las compras alternativas y la flexibilidad en las reinversiones de los bonos que van venciendo.

Gráfico 21

Compras netas mensuales de activos y amortizaciones en el marco del APP en 2017



Fuente: BCE.

Notas: Compras netas mensuales a su valor contable; importes de amortización mensuales. Los principales amortizados de los valores adquiridos en el marco del PSPP son reinvertidos por el Eurosistema de manera flexible y en el momento oportuno en el mes de vencimiento, siempre que sea posible, o en los dos meses posteriores, si las condiciones de liquidez del mercado lo justifican.

La financiación bruta obtenida en la última operación TLTRO-II, liquidada en marzo de 2017, ascendió a 233,5 mm de euros, lo que supuso un aumento neto de la liquidez de 204 mm de euros⁴⁵. La financiación total obtenida por las entidades de crédito de la zona del euro en las TLTRO-II (TLTRO-II.1 a TLTRO-II.4) se cifró en 740,2 mm de euros, o el 62 % de los 1.200 mm de euros que se podían obtener en estas operaciones.

Las medidas de política monetaria influyen en la economía a través de tres canales de transmisión: el canal de señalización, el canal de recomposición de carteras y el canal de transmisión directa⁴⁶. En primer lugar, el APP ha respaldado la credibilidad de la política de *forward guidance* del BCE en lo que respecta a sus expectativas de mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales durante un período prolongado. El tipo de interés negativo de la facilidad de depósitos ha reforzado el efecto del APP sobre toda la curva de rendimientos reduciendo el componente de expectativas de los tipos de interés a más largo plazo. En segundo lugar, el APP ha inducido a los inversores a recomponer sus carteras hacia segmentos de mercado con mayor riesgo. Las compras de activos en curso han llevado al sector bancario a

⁴⁵ Este importe bruto fue adjudicado a 474 entidades de crédito. El límite máximo de puja, que corresponde a la financiación asignada menos los fondos obtenidos en TLTRO anteriores, fue de 693 mm de euros. La tasa de utilización, que es la ratio de financiación obtenida en la TLTRO-II.4 de marzo de 2017 en relación con el límite máximo de puja, fue del 34 %. El impacto neto en la liquidez se calcula teniendo en cuenta los reembolsos voluntarios de las TLTRO-I y la reducción de las pujas en las operaciones principales de financiación resultante de la sustitución por la financiación obtenida en las TLTRO. Véase también el recuadro titulado «[Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico: resumen de los fondos adjudicados y su impacto en la intermediación bancaria](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2017.

⁴⁶ Para un análisis más detallado de los tres canales de transmisión principales, véase el recuadro titulado «[Impacto de las medidas no convencionales del BCE en las condiciones de financiación: evidencia reciente](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2017.

sustituir tenencias de deuda a medio y largo plazo por reservas en el banco central, lo que implica una disminución del riesgo de duración para los inversores (véase sección 2.3). El consiguiente descenso de las primas por plazo genera incentivos para invertir en otros activos, como los préstamos a hogares y a empresas. De este modo se asegura que las medidas de política monetaria se trasladen también a prestatarios sin acceso directo a los mercados de capitales. Por último, las TLTRO son efectivas a través de un mecanismo de transmisión directa. Los tipos de interés que las entidades de crédito deben pagar por estos fondos dependen de la concesión de préstamos a empresas y hogares, asegurando la transmisión de las condiciones de financiación favorables. Además, la liquidez neta adicional ha contribuido a reducir los costes marginales de financiación de las entidades participantes en estas operaciones.

En conjunto, las medidas de política monetaria introducidas por el BCE desde junio de 2014 han tenido un efecto macroeconómico positivo considerable en la evolución económica de la zona del euro. Se estima que el impacto global sobre el PIB real y la inflación de la zona del euro será, en ambos casos, de alrededor de 1,9 puntos porcentuales acumulados entre 2016 y 2020⁴⁷.

Las medidas del BCE contribuyeron a que las condiciones de financiación continuaran siendo muy favorables

Las medidas de política monetaria han anclado los tipos de interés de mercado en niveles reducidos. Los tipos a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo permanecieron relativamente estables durante el año (véase sección 1.3). Estas condiciones se trasladaron a las condiciones de financiación del conjunto de la economía a través de los tres canales de transmisión descritos anteriormente.

Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron siendo muy favorables durante 2017 y se mantuvieron considerablemente por debajo de los registrados antes de la introducción del paquete de medidas de expansión crediticia del BCE en junio de 2014 (véase gráfico 22). Los diferenciales de los bonos emitidos por entidades de la zona del euro siguieron reduciéndose de forma acusada (véase gráfico 23), una evolución que se vio favorecida por la última operación TLTRO-II llevada a cabo en marzo, en la que las entidades pudieron sustituir parte de su financiación de mercado por financiación obtenida en estas operaciones. En conjunto, como resultado de estos desarrollos, los costes globales de la financiación de las entidades disminuyeron y también la heterogeneidad de los

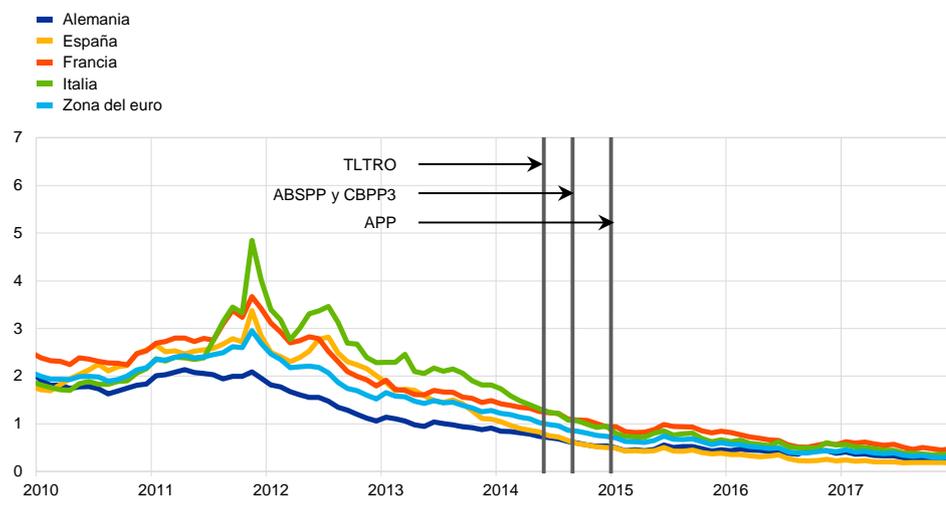
⁴⁷ Véase M. Draghi, «[The state and prospects of the euro area recovery](#)», discurso pronunciado en el Congreso Europeo de Banca, Fráncfort del Meno, 18 de noviembre de 2016. Véase también L. Gambetti y A. Musso, «[The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme \(APP\)](#)» *Working Paper Series*, n.º 2075, BCE, junio de 2017, en el que se constata un impacto significativo del APP sobre el PIB real (0,18 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2015 y muy reducido en el cuarto trimestre de 2016) y sobre la inflación medida por el IAPC (de un efecto muy limitado en el primer trimestre de 2015 aumentó a 0,18 puntos porcentuales a finales de ese año y a 0,36 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2016), en comparación con una situación simulada sin estas medidas de política monetaria.

costes de financiación entre entidades ubicadas en distintos países de la zona del euro.

Gráfico 22

Coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

(coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentajes)



Fuentes: BCE, Merrill Lynch Global Index y cálculos del BCE.

Gráfico 23

Diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión

(puntos básicos)



Fuentes: Markit y Bloomberg.

Notas: Los diferenciales de los bonos corporativos se miden en términos de los diferenciales de los *asset swaps*. Las líneas verticales señalan las reuniones del Consejo de Gobierno del 10 de marzo y del 21 de abril de 2016. Los índices también incluyen bonos subordinados. La última observación corresponde al 4 de enero de 2018.

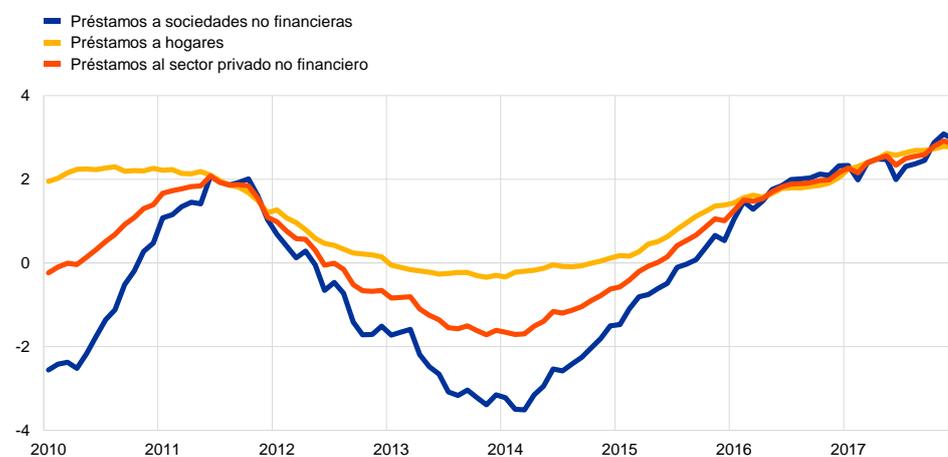
La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito también ejerció presiones a la baja sobre los costes de financiación de las empresas a través del canal de transmisión directa y de unos tipos de interés sin riesgo más bajos. Los tipos de interés sintéticos del crédito otorgado a las sociedades no financieras y a los hogares han disminuido más que los tipos de interés de referencia del mercado desde que el BCE anunció sus medidas de expansión crediticia. Los tipos aplicados por las entidades a los préstamos concedidos a los citados sectores descendieron

123 y 108 puntos básicos, respectivamente, entre junio de 2014 y diciembre de 2017. Las sociedades no financieras con acceso directo a los mercados de capitales también se beneficiaron de la caída de los rendimientos de los bonos corporativos resultante del CSPP. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión de las SNF retrocedieron 26 puntos básicos en 2017, en línea con la evolución observada para las entidades de crédito y las empresas de seguros (véase gráfico 23). Estos efectos también se extendieron a los valores de renta fija privada con calificación inferior a grado de inversión, que no pueden ser adquiridos en el CSPP, ya que los inversores ajustaron sus carteras⁴⁸.

Gráfico 24

Préstamos concedidos por las IFM a sociedades no financieras y a hogares

(tasas de variación interanual; préstamos a sociedades no financieras y a hogares ajustados de efectos estacionales y de calendario; préstamos al sector privado no financiero sin ajustar)



Fuente: BCE.

Avances en la recuperación del crecimiento del crédito

La mejora sostenida de las condiciones crediticias en la zona del euro se reflejó no solo en la disminución de los tipos de interés y de los diferenciales, sino también en el aumento de los volúmenes de préstamo al sector privado y en la estabilidad en el acceso a los mercados de renta fija por parte de las empresas. Las entidades de crédito participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro señalaron que la liquidez adicional generada por el APP se había utilizado principalmente para conceder préstamos, lo que indica que la oferta de crédito siguió mejorando en 2017⁴⁹. Además, la demanda neta de préstamos se incrementó, al tiempo que las entidades de crédito relajaron los criterios de concesión y las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos, en particular a los otorgados a hogares. En consecuencia, la recuperación gradual del crédito al sector privado de la zona del euro continuó. Al mismo tiempo, aunque se observaron

⁴⁸ Para más información sobre los criterios de admisión en el CSPP, véase «[Corporate sector purchase programme \(CSPP\) – Questions & answers](#)».

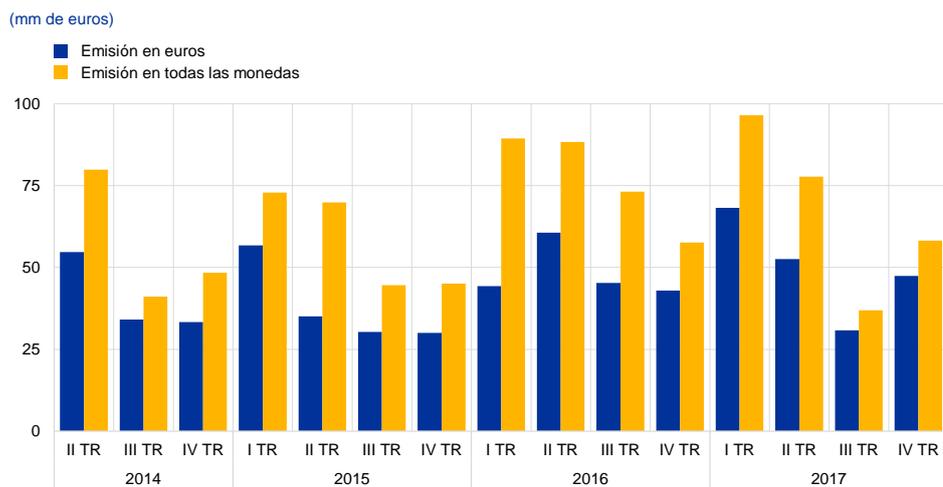
⁴⁹ Véase «[The euro area bank lending survey – Third quarter of 2017](#)», BCE, octubre de 2017.

ciertos avances, el saneamiento de los balances bancarios y los niveles todavía altos de préstamos dudosos en algunos países siguieron afectando al crecimiento del crédito.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado no financiero, que incluye a los hogares y a las sociedades no financieras, fue del 2,8 % en diciembre de 2017, frente al 2,2 % de diciembre de 2016. El crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras aumentó hasta situarse en el 2,9 %, desde el 2,3 % registrado un año antes, mientras que en el caso de los hogares se incrementó hasta el 2,8 % en diciembre de 2017, en comparación con el 2 % de diciembre de 2016. La emisión de valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras con sede en la zona del euro se mantuvo estable, y las nuevas emisiones denominadas en euros ascendieron a 199 mm de euros, frente a los 193 mm de euros de 2016 (véase gráfico 25). El acceso de las sociedades no financieras a los mercados de capitales siguió viéndose favorecido por las compras netas de bonos corporativos en el marco del CSPP.

Gráfico 25

Emisión bruta de deuda de las sociedades no financieras de la zona del euro



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen bonos con calificación de grado de inversión y con calificación inferior a grado de inversión. «Emisión en euros» se refiere a las nuevas emisiones denominadas en euros por parte de sociedades no financieras con sede en la zona del euro. «Emisión en todas las monedas» se refiere a todas las nuevas emisiones por parte de sociedades no financieras con sede en la zona del euro.

Las medidas de política monetaria del BCE también mejoraron sustancialmente las condiciones crediticias para las pequeñas y medianas empresas (pymes), que no suelen tener acceso directo a los mercados de renta fija. Los resultados más recientes de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, en sus siglas en inglés) señalaron nuevas mejoras de las condiciones de financiación externa, continuando la tendencia observada en rondas anteriores de la encuesta⁵⁰. Las pymes confirmaron una mejora de la disponibilidad de financiación bancaria, incluida una mayor disposición a conceder crédito a tipos de interés más bajos. Las pymes de todos los países grandes de la zona del euro señalaron

⁵⁰ Véase «Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – October 2016 to March 2017», BCE, mayo de 2017.

variaciones netas positivas en la disponibilidad de préstamos bancarios. Por primera vez desde que se inició esta encuesta, las pymes indicaron que consideraban que las perspectivas económicas generales habían favorecido la disponibilidad de financiación externa. Los costes de financiación de estas empresas también descendieron. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros se redujo 118 puntos básicos entre finales de mayo de 2014 y diciembre de 2017.

2.3 Evolución del balance del Eurosistema

Tamaño y composición del balance del Eurosistema

Desde que se inició la crisis financiera en 2007-2008, el Eurosistema ha adoptado una serie de medidas de política monetaria convencionales y no convencionales que con el tiempo han tenido un impacto directo en el tamaño y la composición del balance del Eurosistema. Estas medidas han incluido operaciones garantizadas para proporcionar financiación a las entidades de contrapartida con plazo de vencimiento inicial de hasta cuatro años y compras de activos en distintos segmentos del mercado destinadas a mejorar la transmisión de la política monetaria y a relajar las condiciones de financiación en la zona del euro. Al final de 2017, el tamaño del balance del Eurosistema había alcanzado un máximo histórico de 4,5 billones de euros, 0,8 billones de euros más que al final de 2016.

El programa ampliado de compra de activos y la adjudicación de la última operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico en marzo de 2017 condujeron a la expansión del balance y a un cambio en su composición. Al final de 2017, las partidas del activo relacionadas con la política monetaria ascendían a 3,2 billones de euros, lo que representa el 70 % de los activos totales del balance del Eurosistema, frente al 61 % al final de 2016. Estas partidas incluían préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro, que constituían el 17 % de los activos totales (el 16 % al final de 2016), y valores adquiridos con fines de política monetaria, que representaban alrededor del 53 % de los activos totales (frente al 45 % al final de 2016), como se muestra en el gráfico 26. El resto de activos financieros eran principalmente: i) activos en moneda extranjera y oro en poder del Eurosistema; ii) carteras denominadas en euros no relacionadas con operaciones de política monetaria, y iii) la provisión de liquidez de emergencia por parte de algunos bancos centrales nacionales (BCN) del Eurosistema a entidades solventes con problemas transitorios de liquidez. Estos otros activos financieros están sujetos a requisitos internos del Eurosistema en términos de presentación de información y a restricciones derivadas, en particular, de la prohibición de financiación monetaria y de la exigencia de no interferir en la política monetaria, establecidos en distintos textos legales⁵¹.

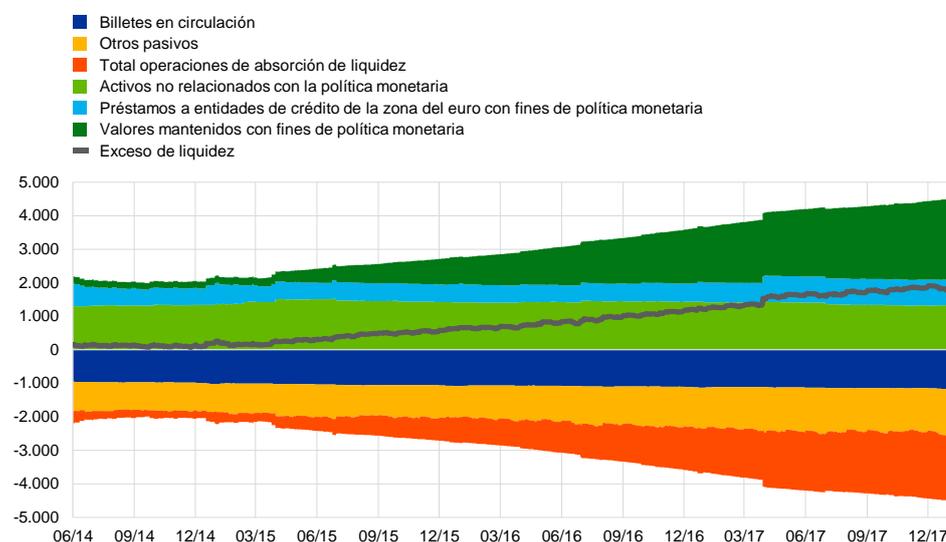
⁵¹ La prohibición de financiación monetaria se establece en el artículo 123 del [Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea](#). Para conocer las restricciones aplicables a los activos no relacionados con la política monetaria, véase, en particular, la Orientación del BCE sobre las operaciones internas de gestión de activos y pasivos por los bancos centrales nacionales ([BCE/2014/9](#)), el [Acuerdo](#) de 19 de noviembre de 2014 sobre activos financieros netos y el [Acuerdo](#) de 17 de mayo de 2017 sobre provisión de liquidez de emergencia.

En cuanto al pasivo, el principal impacto se observó en las reservas de las entidades de contrapartida, que como consecuencia del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia en 2017 registraron un aumento de 0,6 billones de euros hasta situarse en 1,9 billones de euros y constituían el 42 % del pasivo al final de 2017, frente al 36 % al final de 2016. Los billetes en circulación disminuyeron en términos relativos hasta representar el 26 % (en comparación con el 31 % del pasivo al final de 2016), aunque en términos absolutos se incrementaron en línea con la tendencia histórica de crecimiento. Otros pasivos, incluidos el capital y las cuentas de revalorización, suponían el 32 %, frente al 33 % al final de 2016, aunque en términos absolutos se incrementaron en 0,2 billones de euros (véase gráfico 26).

Gráfico 26

Evolución del balance consolidado del Eurosistema

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Las cifras positivas se refieren a los activos y las negativas a los pasivos. La línea que muestra el exceso de liquidez se presenta como una cifra positiva, aunque se refiere a la suma de las siguientes partidas del pasivo: saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas y recurso a la facilidad de depósito.

Vencimiento medio de las carteras y distribución por activos y jurisdicciones

Desde la puesta en marcha del APP, el BCE publica semanalmente información sobre la evolución de los valores mantenidos en el marco de los distintos programas que lo integran. Además, publica mensualmente el desglose de las tenencias, según se hayan comprado en mercado primario o secundario, de los valores adquiridos en el contexto del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y del programa de compras de bonos corporativos (CSPP). En el PSPP, el BCE ha facilitado datos sobre

los valores mantenidos por país emisor⁵², incluyendo el vencimiento medio ponderado.

Al final de 2017, las tenencias de valores adquiridos en el marco del APP ascendían a 2,3 billones de euros⁵³, de las que las relacionadas con el ABSPP sumaban un total de 25 mm de euros (el 1 % del total de la cartera del APP) y las mantenidas en relación con el CBPP3 se cifraban en 241 mm de euros (11 % del total de la cartera del APP). Entre los programas de compra de activos del sector privado, el CSPP representó la principal contribución al APP en 2017, con compras netas por importe de 82 mm de euros. Esto hizo que las tenencias de valores adquiridos en el CSPP se situaran en 132 mm de euros, o el 6 % del total de los valores mantenidos en el marco del APP. En 2017, el BCE empezó a publicar la lista completa de todos los valores adquiridos en el contexto del CSPP, incluyendo los nombres de los emisores, las fechas de vencimiento y los tipos de interés de los cupones, así como datos agregados sobre los valores mantenidos en el CSPP por riesgo país, calificación crediticia y sector. En este programa, las adquisiciones se efectúan basándose en una cartera de referencia que refleja de manera proporcional el conjunto de todos los bonos admisibles. Esto implica que la capitalización de mercado proporciona una ponderación para cada una de las jurisdicciones de emisión en la cartera de referencia.

El PSPP constituía la parte más grande del APP con 1,9 billones de euros o el 83 % del total de los valores mantenidos en el marco del APP, en comparación con el 82 % al final de 2016. En el PSPP, la asignación de las compras por jurisdicciones se determina en función de la clave en el capital del BCE. Dentro de las cuotas individuales asignadas a cada una, el BCE y los BCN de la zona del euro tienen flexibilidad para elegir entre valores de la administración central, regional y local, valores emitidos por determinadas agencias establecidas en las respectivas jurisdicciones y, en caso necesario, valores emitidos por instituciones supranacionales.

El vencimiento medio ponderado de los valores del PSPP se situaba en 7,7 años al final de 2017, algo menos del vencimiento medio de 8,3 años al final de 2016, con algunas variaciones entre jurisdicciones. La disminución del vencimiento medio ponderado es reflejo, principalmente, de las decisiones adoptadas en diciembre de 2016 por el Consejo de Gobierno de: i) reducir de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles en el marco del PSPP, y ii) permitir, en la medida en que sea necesario, las adquisiciones de valores con rendimiento inferior al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE.

La duración de los activos adquiridos por el Eurosistema es importante por dos motivos: por un lado, permite extraer del mercado el riesgo de tipo de interés, proporcionando incentivos para que los inversores reajusten sus carteras y, por otro, el Eurosistema trata de realizar una asignación de activos neutral para el mercado, adquiriendo valores a todos los plazos de vencimiento admitidos en todas las

⁵² Los valores mantenidos por emisores supranacionales se publican a nivel agregado.

⁵³ Las tenencias de valores del APP se presentan a coste amortizado.

jurisdicciones de forma que refleje la composición del mercado de deuda pública de la zona del euro.

El Eurosistema reinvierte los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que van venciendo. Las reinversiones efectuadas en el marco de los programas de compras de activos del sector privado continuaron en 2017 y ascendieron a 24,3 mm de euros, mientras que las realizadas en el contexto del PSPP comenzaron en marzo de 2017 y se cifraron en 24,9 mm de euros a lo largo del año. Como reflejo de la creciente importancia de las reinversiones, en noviembre de 2017, el BCE empezó a publicar los importes de amortización mensuales previstos para los doce meses siguientes en el marco del APP.

Los valores adquiridos al amparo del APP están disponibles para operaciones de préstamo con el fin de respaldar la liquidez en los mercados de renta fija y de cesiones temporales (*repos*) sin limitar indebidamente la actividad normal en el mercado de *repos*. El BCE publica mensualmente la media mensual agregada del saldo de préstamos del Eurosistema. Para paliar en mayor medida la escasez de activos de garantía en el mercado, desde diciembre de 2016, el Eurosistema empezó a aceptar cantidades limitadas de efectivo como garantía en las citadas operaciones de préstamo, además de valores, que anteriormente eran la única garantía aceptada. El BCE también publica mensualmente el importe medio mensual agregado del efectivo entregado como garantía.

Evolución de las operaciones de financiación del Eurosistema

El saldo vivo de las operaciones de financiación del Eurosistema se ha incrementado en 168,3 mm de euros desde el final de 2016 y ascendía a 764 mm de euros al final de 2017. Este incremento es atribuible, en gran parte, a los 233,5 mm de euros adjudicados en la última operación TLTRO-II realizada en marzo de 2017, que pese a haberse visto parcialmente compensado por la disminución de los volúmenes de financiación en las operaciones principales de financiación y por los reembolsos de fondos de las TLTRO-I en 2017, todavía dio lugar a un sustancial aumento neto de la liquidez. El vencimiento medio ponderado de la liquidez proporcionada a través de operaciones temporales disminuyó de unos tres años al final de 2016 a alrededor de 2,7 años al final de 2017. Como la última operación TLTRO-II (con plazo de vencimiento inicial de cuatro años) se adjudicó en marzo de 2017, el vencimiento medio ponderado de las operaciones de financiación del Eurosistema se redujo durante el resto del año.

3 El sector financiero europeo: resistente pero ante retos

El BCE analiza la evolución de la estabilidad financiera de la zona del euro y los sistemas financieros de la UE con el fin de identificar vulnerabilidades y fuentes de riesgo sistémico. También presta apoyo analítico a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) en materia de estabilidad financiera y participa en iniciativas

importantes sobre regulación. La aparición de posibles riesgos sistémicos se afronta con políticas macroprudenciales.

El BCE lleva a cabo estas tareas junto con los bancos centrales del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). En el BCE, las funciones macro y microprudenciales colaboran estrechamente en la identificación de los principales riesgos y vulnerabilidades del sector financiero europeo y en cuestiones de regulación.

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

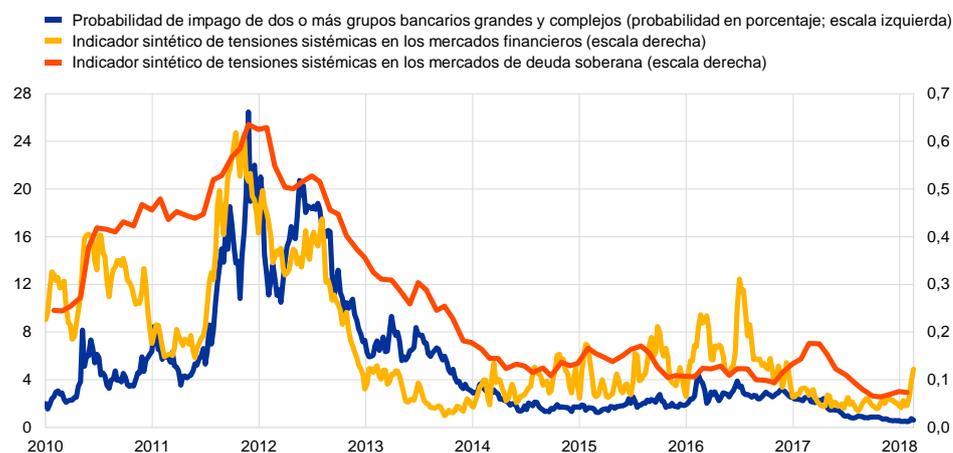
El BCE presenta su análisis de los riesgos sistémicos en su informe semestral titulado *Financial Stability Review*⁵⁴. La mayoría de los indicadores de tensiones sistémicas en la zona del euro se mantuvieron contenidos en 2017 (véase gráfico 27), lo que indica que la situación relativa a la estabilidad financiera evolucionó favorablemente en el año analizado. La mejora de las condiciones económicas en la zona del euro respaldó los mercados de activos y contribuyó a la baja volatilidad de las distintas categorías de activos durante 2017 (véase también la sección 1). Las tensiones en el sector bancario de la zona del euro se mantuvieron reducidas, dado que los inversores esperaban que la rentabilidad bancaria mejorara gracias al aumento de los volúmenes de préstamos y de los márgenes en caso de que las perspectivas de crecimiento económico continuaran mejorando y los tipos de interés subieran. En cambio, las tensiones sistémicas en los mercados de deuda soberana crecieron a principios de 2017, en parte debido al incremento de la incertidumbre política en algunos países de la zona del euro. Posteriormente, los resultados de las elecciones en importantes países de la zona aliviaron esta incertidumbre, con la consiguiente disminución del indicador de tensiones soberanas en el segundo semestre de 2017. Por lo demás, los indicadores de tensiones sistémicas en la zona del euro se mantuvieron contenidos, pese a algunos elementos de mayor incertidumbre geopolítica a nivel mundial, por ejemplo, en relación con las crecientes tensiones en la península de Corea.

⁵⁴ Véanse [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2017, y [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2017. En su función microprudencial, la Supervisión Bancaria del BCE, en colaboración con las autoridades nacionales competentes, identifica y evalúa periódicamente los riesgos que afronta el sector bancario en la zona del euro con el fin de que las entidades de crédito que supervisa directamente hagan frente a los riesgos principales con eficacia. Los riesgos principales se reflejan en las prioridades supervisoras del MUS (Mecanismo Único de Supervisión), que se publican anualmente (véase [Prioridades supervisoras para 2018](#)).

Gráfico 27

Indicadores sintéticos de tensiones sistémicas en los mercados financieros y en los mercados de deuda soberana y probabilidad de impago de dos o más grupos bancarios

(enero de 2010-febrero de 2018)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: «Probabilidad de impago de dos o más grupos bancarios grandes y complejos» se refiere a la probabilidad de impago simultánea en la muestra de quince grupos bancarios grandes y complejos en un horizonte temporal de un año.

En este entorno, durante 2017 se identificaron cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la zona del euro.

En primer lugar, la posibilidad de un reajuste abrupto y significativo de las primas de riesgo a escala mundial continuó siendo el principal riesgo en 2017. El año fue testigo, en general, de una reducida volatilidad en los mercados financieros, de unas elevadas valoraciones de los activos y de unas primas de riesgo comprimidas en algunos mercados, lo que apunta a una mayor asunción de riesgos. En concreto, los diferenciales de los emisores de renta fija de mayor riesgo se mantuvieron muy reducidos, reflejo de la percepción de los participantes en los mercados de una baja probabilidad de aparición de debilidades. Aunque esta evolución se debió, en parte, a la mejora de las condiciones macroeconómicas y, por tanto, estuvo impulsada por factores fundamentales, aumentaron los indicios de que los mercados financieros podrían no estar del todo atentos a la posibilidad de un cambio súbito de sentimiento.

El segundo riesgo principal eran las perspectivas de rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro. La rentabilidad de estas entidades se incrementó ligeramente, debido al aumento de los ingresos no procedentes de su actividad de intermediación. La rentabilidad de los recursos propios de las entidades de crédito fue del 3,2 % en los tres primeros trimestres de 2017, frente al 2,5 % registrado en el mismo período del año anterior. Su nivel de solvencia también siguió mejorando y, en el tercer trimestre de 2017, sus ratios de capital de nivel 1 ordinario se situaron en el 14,5 %, frente al 13,9 % de 2016⁵⁵.

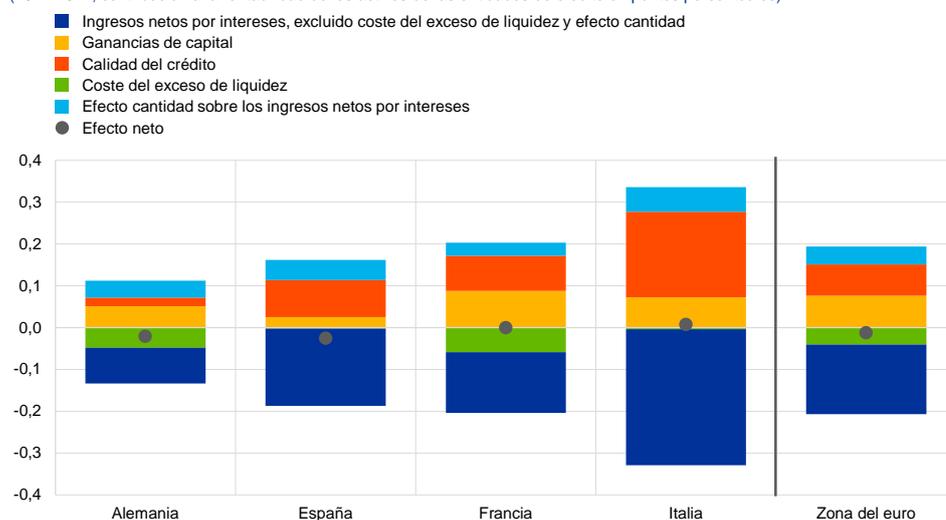
⁵⁵ Datos correspondientes a todos los grupos bancarios nacionales obtenidos de los [datos bancarios consolidados del BCE](#).

Las medidas de política monetaria del BCE podrían tener un impacto en la rentabilidad bancaria a través de dos canales principales. El primero, el entorno de bajos tipos de interés contribuye a comprimir los márgenes de intermediación de los bancos, reduciendo así sus ingresos netos por intereses. El segundo, el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE genera un coste directo sobre el exceso de liquidez para el sistema bancario de la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, estos aspectos negativos se han visto generalmente compensados, hasta la fecha, por los efectos positivos que tiene una expansión económica sólida y generalizada sobre la rentabilidad bancaria. En concreto, los gastos por provisiones de las entidades de crédito caen a medida que aumenta la calidad crediticia de los prestatarios debido a la mejora de las perspectivas económicas. Además, el mayor volumen de crédito en el contexto de la recuperación económica y las ganancias de capital derivadas del incremento de los precios de los activos favorecen la rentabilidad de las entidades de crédito. Por último, aunque hay una rigidez a la baja en los tipos de los depósitos minoristas, los depósitos mayoristas, en especial los de no residentes, suelen estar remunerados a tipos de interés negativos, lo que mitiga el impacto contractivo de los tipos de interés nominales negativos sobre el margen de intereses de las entidades de crédito. En conjunto, el efecto neto de las medidas de política monetaria sobre la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro entre 2014 y 2017 (véase gráfico 28) ha sido limitado, aunque ligeramente dispar entre países.

Gráfico 28

Componentes de la rentabilidad de las entidades de crédito

(2014-2017; contribución a la rentabilidad de los activos de las entidades de crédito en puntos porcentuales)



Fuente: C. Altavilla, D. Andreeva, M. Boucinha y S. Holton, «Monetary policy, credit institutions and the bank lending channel in the euro area», *Occasional Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

Notas: El impacto de la política monetaria sobre los rendimientos de los bonos y los efectos respectivos sobre los tipos de interés y el volumen de los préstamos son coherentes con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. Las ganancias de capital se calculan utilizando datos publicados por la Autoridad Bancaria Europea. Las cifras relativas a la zona del euro se calculan como la media ponderada de los países incluidos en la muestra utilizando datos bancarios consolidados para ponderar el sistema bancario de cada país en el agregado de la zona del euro.

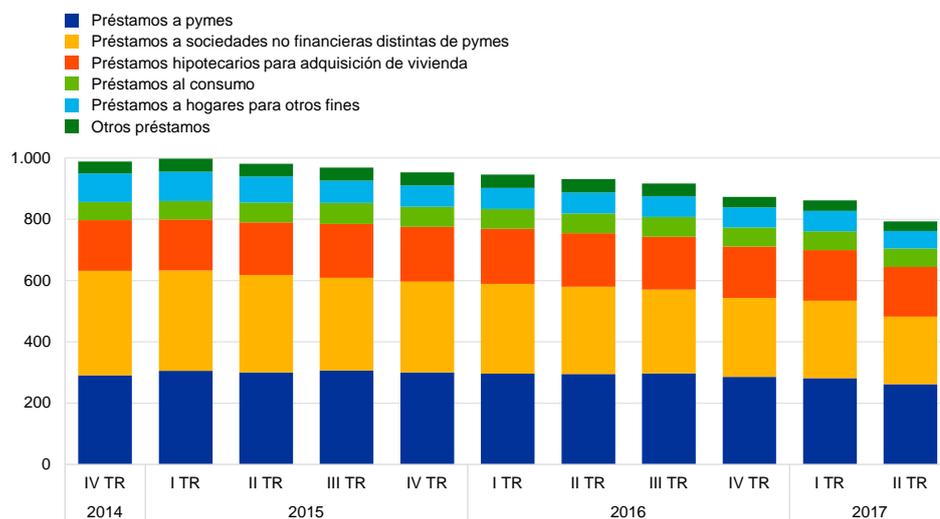
Pese a esta evolución positiva, las perspectivas del sector bancario continuaron siendo débiles, como se reflejó también en las cotizaciones relativamente bajas de las acciones de las entidades de crédito de la zona del euro, cuyo valor de mercado permaneció muy por debajo de su valor en libros. Las dudas expresadas por los mercados estaban relacionadas principalmente con dos factores. En primer lugar, algunos retos estructurales siguieron afectando a la eficiencia de costes de muchas

entidades de la zona del euro y a las posibilidades de diversificar sus ingresos. En segundo lugar, aunque durante el año se avanzó significativamente en la gestión del elevado volumen de préstamos dudosos (NPL) (véase gráfico 29), dicha gestión fue dispar entre bancos y países, algunos de los cuales se quedaron a la zaga. Las elevadas ratios de NPL continuaron ejerciendo presión sobre la rentabilidad de las entidades de crédito, tanto directamente a través de las elevadas exigencias de provisiones, como indirectamente debido a que los préstamos dudosos consumen capacidad en el balance.

El BCE contribuyó al debate sobre cómo podrían abordarse los retos pendientes en el sector bancario. Por ejemplo, una plataforma de transacciones para préstamos dudosos podría ayudar a sanear con mayor rapidez los balances de las entidades de crédito⁵⁶. Asimismo, la inversión conjunta de los sectores público y privado (con arreglo a las normas sobre ayudas del Estado) podría reducir las asimetrías de información entre los potenciales compradores y vendedores de préstamos dudosos⁵⁷. En cuanto a los retos estructurales, una mayor concentración y digitalización del sector bancario podría ayudar a mejorar la eficiencia de costes. Las medidas para reducir el volumen de préstamos dudosos también podrían contribuir a intensificar la actividad bancaria transfronteriza, lo que, a su vez, podría favorecer una mayor diversificación geográfica de los ingresos⁵⁸. Concretamente, las fusiones y adquisiciones transfronterizas podrían reforzar la integración de la banca minorista. La culminación de la unión bancaria, así como la adopción de otras medidas para el sector financiero, como la armonización de la normativa tributaria y de insolvencia, ayudarían en este sentido⁵⁹.

Gráfico 29
Préstamos dudosos por sector y tipo de préstamo

(IV TR 2014–II TR 2017; datos trimestrales; mm de euros)



Fuentes: Información supervisora del BCE.

Notas: Datos basados en las entidades significativas. «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas.

⁵⁶ Véase el artículo A en [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2017.

⁵⁷ Véase el artículo C en [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2017.

⁵⁸ Véase el artículo B en [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2017.

⁵⁹ Véase el artículo en [Financial integration in Europe](#), BCE, mayo de 2017.

Los otros dos riesgos para la estabilidad financiera identificados procedían de fuera del sector bancario. En primer lugar, la inquietud acerca de la sostenibilidad de la deuda de los sectores público y privado aumentó en la primera mitad del año, antes de estabilizarse posteriormente, sobre todo a medida que mejoraron las perspectivas económicas y que la incertidumbre sobre la política económica disminuyó tras las elecciones nacionales celebradas en países importantes de la zona del euro. El endeudamiento del sector privado de la zona continuó siendo elevado, tanto en términos históricos como internacionales, por lo que las empresas eran especialmente vulnerables ante una subida acusada de los tipos de interés. En segundo lugar, en el sector financiero no bancario, los fondos de inversión prosiguieron su expansión, con entradas de flujos favorecidas por la mejora de las perspectivas de crecimiento económico y la reducida volatilidad de los mercados financieros. Los fondos de inversión también aumentaron su exposición a valores con calificaciones más bajas y a más largo plazo, mientras que los colchones de liquidez de los fondos de renta fija siguieron disminuyendo. Las entradas y salidas de los fondos de inversión pueden ser especialmente sensibles a cambios en el sentimiento de los mercados. Al contrario que en el caso de las instituciones de inversión colectiva, la regulación europea no prevé actualmente límites legales estrictos al apalancamiento de los fondos de inversión alternativos. Con el fin de evitar la acumulación de riesgos a escala sectorial, el desarrollo de un marco para la aplicación armonizada de límites macroprudenciales al apalancamiento de este tipo de fondos continuó siendo una iniciativa fundamental en el proceso de aplicación de la política macroprudencial también fuera del sector bancario⁶⁰.

Un análisis de la estructura del sector financiero de la zona del euro en su sentido amplio, que incluye empresas de seguros, fondos de pensiones y entidades que realizan actividades de banca en la sombra, confirmó que el sector financiero no bancario siguió creciendo. Esta evolución se registró en un entorno de racionalización continua de los activos del sector bancario, cuyo impacto en la eficiencia global del sistema financiero posiblemente continuó siendo limitado, pues las ratios de eficiencia bancaria continuaron siendo elevadas en su conjunto⁶¹.

Recuadro 6

Evolución de los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales de la zona del euro

La expansión cíclica de los mercados inmobiliarios residenciales de la zona del euro continuó en 2017, con una subida moderada de los precios y de los préstamos hipotecarios en términos globales. En general, las vulnerabilidades de estos mercados parecen estar contenidas en el conjunto de la zona del euro, aunque están aumentando gradualmente. En concreto, pese a que el crecimiento nominal de los precios de los inmuebles de uso residencial se aceleró hasta alcanzar una tasa interanual superior al 4 % en el tercer trimestre de 2017, se mantuvo por debajo de la media histórica y muy por debajo de los valores registrados antes de la crisis (véase gráfico A). El crecimiento de los precios de la vivienda estuvo impulsado por la fuerte demanda y se sustentó cada vez más en la recuperación de las rentas personales. Aparentemente, los precios fueron

⁶⁰ Véase el artículo A en [Financial Stability Review](#), BCE noviembre de 2016.

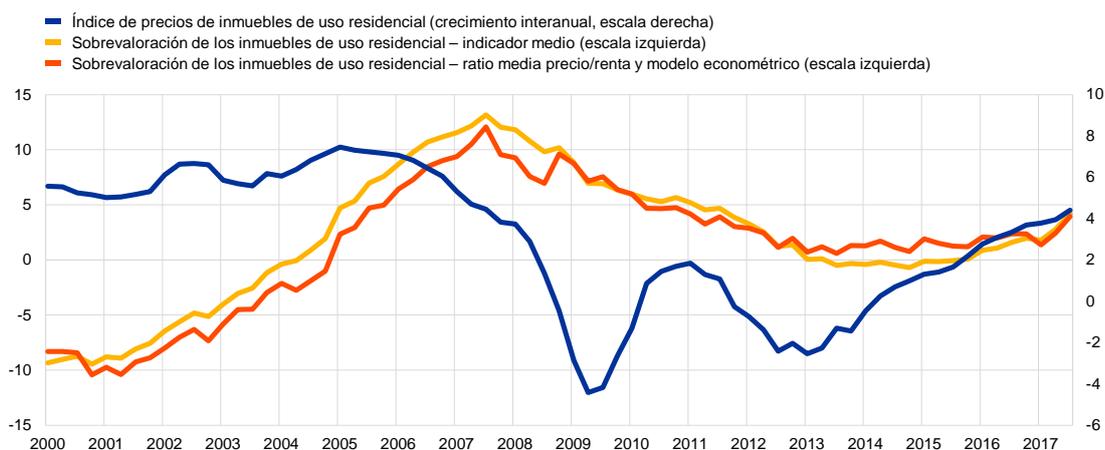
⁶¹ Véase [Report on financial structures](#), BCE, octubre de 2017.

acordes con los valores fundamentales, o ligeramente superiores, en la zona del euro en su conjunto (véase gráfico A)⁶². Aunque el crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda siguió incrementándose, superando el 3 % en términos interanuales hacia finales de 2017, el endeudamiento de los hogares se mantuvo en una senda descendente, situándose en el 58 % del PIB en el tercer trimestre de 2017 (véase gráfico B).

Gráfico A

Crecimiento interanual de los precios y sobrevaloración de los inmuebles de uso residencial en la zona del euro

(porcentajes)



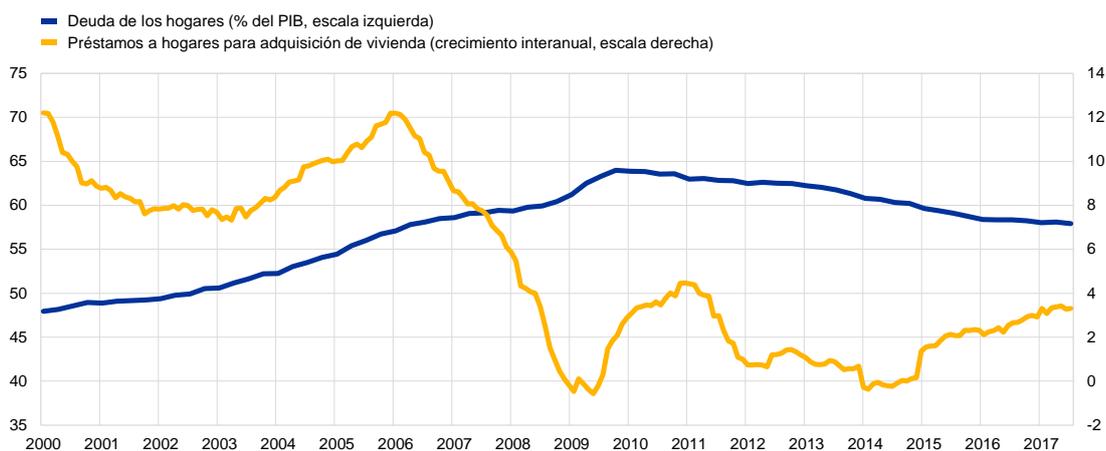
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El primer indicador de sobrevaloración (línea amarilla) es la media de cuatro indicadores de valoración diferentes —la ratio precio/renta, la ratio precio/alquiler, el resultado de un modelo de valoración de activos y el resultado de un modelo econométrico (BVAR)— y el segundo indicador de sobrevaloración (línea roja) es la media de dos indicadores de valoración —la ratio precio/renta y el resultado del modelo econométrico—.

Gráfico B

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda y deuda de los hogares en la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde a septiembre de 2017 para los datos sobre préstamos y al segundo trimestre de 2017 para la deuda de los hogares.

⁶² Las valoraciones estimadas entrañan un elevado grado de incertidumbre y su interpretación puede ser complicada a nivel de cada país dadas las características específicas nacionales (por ejemplo, el tratamiento fiscal de las operaciones inmobiliarias o factores estructurales, como el régimen de tenencia).

Pese a que hubo pocas señales de un aumento de las vulnerabilidades en el mercado inmobiliario residencial de la zona del euro en su conjunto, la situación en los distintos países fue dispar y, en 2017, el BCE realizó un seguimiento activo de determinados países de la zona en el marco de su función macroprudencial. Este fue el caso, especialmente, de aquellos que habían recibido avisos de la JERS a finales de 2016⁶³.

En 2017, las autoridades nacionales adoptaron una serie de medidas macroprudenciales para hacer frente a las vulnerabilidades del sector inmobiliario residencial y en varios países entraron en vigor medidas de este tipo:

- En Finlandia se introdujo, con fecha efectiva a partir de enero de 2018, un nuevo nivel mínimo de ponderación media del riesgo del 15 % para las hipotecas residenciales aplicable a las entidades de crédito que han adoptado el método basado en calificaciones internas (IRB). La medida durará dos años, afectará a los préstamos para adquisición de vivienda ubicada en Finlandia y se aplicará en base consolidada.
- En Lituania, la regulación que establece las principales normas en materia de créditos —como la obligación de calcular los ratios préstamo-valor de la garantía (LTV) y carga financiera-renta (DSTI)— se amplió a las personas físicas que llevan a cabo actividades de construcción o de arrendamiento con fines comerciales.
- En Bélgica se recomendó a las entidades de crédito que aplican el método basado en calificaciones internas (IRB) que mantuvieran un recargo de 5 puntos porcentuales a las ponderaciones de riesgo de las hipotecas residenciales belgas. Esta recomendación se formuló tras el vencimiento de una medida macroprudencial similar.
- En Eslovaquia, las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios se endurecieron a principios de 2017 (con límites a los ratios de préstamo-valor de la garantía, y carga financiera-renta, así como al plazo de vencimiento) en el contexto de un «paquete de medidas crediticias responsables».
- En Irlanda se revisaron y recalibraron las medidas centradas en los prestatarios. En concreto, desde enero de 2017, al 5 % de los nuevos préstamos concedidos a personas que compran vivienda por primera vez se les permitió superar el límite préstamo-valor del 90 % y al 20 % de los nuevos préstamos a personas que adquieren vivienda por segunda o más veces se les permitió superar el límite préstamo-valor del 80 %.

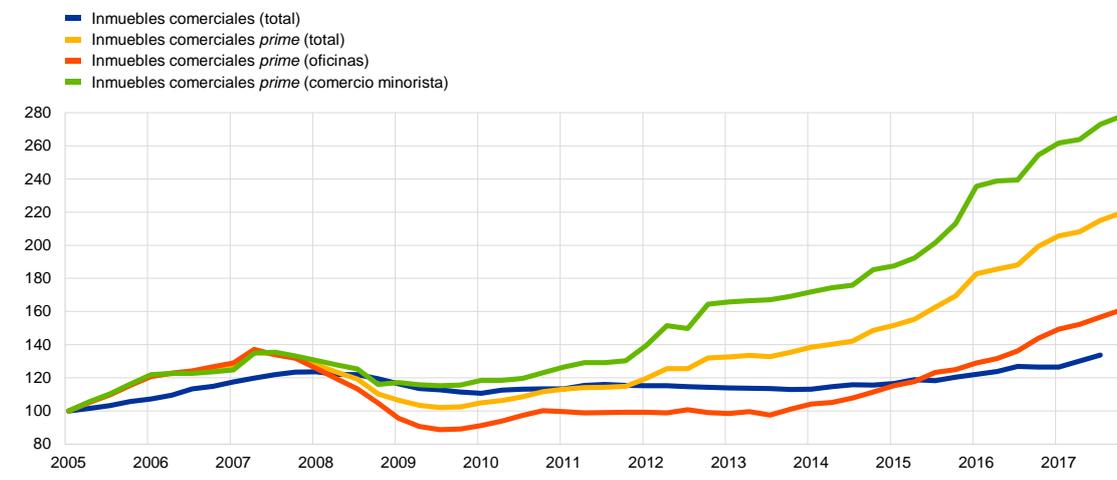
El mercado inmobiliario comercial de la zona del euro ha experimentado un fuerte crecimiento en términos de precios y de volumen de operaciones en los últimos años. Los precios de los inmuebles de uso comercial de la zona registraron una tasa de crecimiento interanual del 5,1 % en 2016, frente al 3,8 % de 2015 y al 1,9 % de 2014. Este aumento estuvo determinado por el segmento *prime* de inmuebles comerciales (en el que los precios se incrementaron un 18 %, en términos interanuales, en 2016, frente al 14 % del año anterior) y, en particular, por el segmento *prime* de propiedades comerciales minoristas (véase gráfico C), en el que los precios continuaron subiendo también en 2017.

⁶³ En noviembre de 2016 la JERS emitió [avisos sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial](#) dirigidos específicamente a los siguientes países de la zona del euro: Bélgica, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia.

Gráfico C

Índices de precios de inmuebles comerciales en la zona del euro

(I TR 2005-IV TR 2017; índice: I TR 2005 = 100)



Fuentes: Jones Lang LaSalle y elaboración propia del BCE a partir de MSCI y datos nacionales.

Notas: Los establecimientos minoristas incluyen restaurantes, centros comerciales y hoteles. El agregado de la zona del euro incluye a Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

En muchos de los países en los que los precios de los inmuebles de uso comercial registraron los incrementos más acusados en 2017, la inversión en dichos inmuebles fue financiada principalmente mediante la inversión directa de inversores y fondos institucionales, y dependió en menor medida de los préstamos bancarios. Los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria han cobrado importancia como vehículos a través de los cuales entidades gestoras de activos de Estados Unidos y otros inversores extranjeros que buscan rentabilidad en un entorno de bajos tipos de interés están canalizando sus inversiones hacia el sector. En principio, El creciente recurso a fuentes de financiación externa en forma de capital debería reducir la posibilidad de repercusiones negativas directas para el sistema bancario de cualquier caída abrupta de las valoraciones de los inmuebles comerciales. Sin embargo, el aumento de la inversión extranjera directa también podría traducirse en ciclos alcistas y bajistas más volátiles. Pese a que el crédito bancario al sector inmobiliario comercial no está creciendo, el sector bancario mantiene considerables exposiciones crediticias al sector inmobiliario comercial en algunos países, lo que le hace vulnerable a posibles correcciones negativas en los precios de estos activos. Evidentemente, tanto por su naturaleza como por su tamaño, el sector inmobiliario comercial no es tan sistémico como el sector inmobiliario residencial. El BCE seguirá vigilando la evolución del mercado inmobiliario comercial en la zona del euro, prestando especial atención a los contextos nacionales tan dispares en los que esta se registra.

3.2 La función macroprudencial del BCE

Las autoridades nacionales (la autoridad nacional competente o la autoridad nacional designada) y el BCE comparten la responsabilidad de las decisiones sobre medidas macroprudenciales en la zona del euro. Las autoridades nacionales de la zona del euro tienen la facultad de activar y aplicar medidas macroprudenciales. El BCE evalúa regularmente la idoneidad de estas medidas, que las autoridades

nacionales han de notificarle debidamente. El BCE puede plantear objeciones a las medidas adoptadas por las autoridades nacionales y tiene competencia para reforzarlas o aplicar requerimientos más estrictos en relación con los instrumentos macroprudenciales que le han sido asignados por la legislación de la UE. La asimetría de las facultades refleja el papel que ha de desempeñar el BCE para resolver cualquier posible falta de medidas a nivel nacional.

En 2017, el BCE y las autoridades nacionales continuaron manteniendo debates amplios y abiertos, tanto a nivel técnico como de políticas, en relación con el uso de los instrumentos macroprudenciales y con el desarrollo de métodos para evaluar distintos tipos de riesgos sistémicos. Estos esfuerzos permitieron mejorar el proceso de evaluación de la idoneidad de la orientación macroprudencial en el conjunto de la zona del euro y en cada uno de los países sujetos a la supervisión bancaria europea.

Política macroprudencial en 2017

En 2017, el BCE continuó con sus actividades para reforzar su función de coordinación de la política macroprudencial y su comunicación pública sobre cuestiones macroprudenciales, con el fin de mejorar la transparencia y de destacar el importante papel que desempeña la política macroprudencial.

El BCE también cumplió su mandato legal de valorar las decisiones macroprudenciales de las autoridades nacionales de los países sujetos a la supervisión bancaria europea. En 2017 se le comunicaron más de cien decisiones de este tipo, la mayoría relacionadas con la fijación de colchones de capital anticíclicos y con la identificación de las entidades de crédito de importancia sistémica y la calibración de sus colchones de capital. Además, el BCE recibió comunicaciones relativas a la aplicación del colchón contra riesgos sistémicos y al uso del artículo 458 del Reglamento sobre Requerimientos de Capital en algunos países.

Cada trimestre, los diecinueve países de la zona del euro evalúan los riesgos sistémicos cíclicos y fijan el nivel del colchón de capital anticíclico. Los riesgos sistémicos cíclicos permanecieron contenidos en la mayoría de los países de la zona del euro y el Consejo de Gobierno del BCE mostró su conformidad con todas las decisiones relativas al colchón de capital anticíclico adoptadas por las autoridades nacionales durante el año. Salvo Eslovaquia y Lituania, los demás países han decidido fijar este colchón en el 0 %. En julio de 2016, Eslovaquia introdujo un colchón de capital anticíclico del 0,5 %, con fecha efectiva a partir del 1 de agosto de 2017, y, dada la continua acumulación de riesgos sistémicos cíclicos, lo aumentó al 1,25 % en julio de 2017, aplicable a partir del 1 de agosto de 2018. El porcentaje de colchón de capital anticíclico del 0,5 % en Lituania será aplicable a partir del 31 de diciembre de 2018.

En 2017, el BCE, las autoridades nacionales y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), en consulta con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), actualizaron la evaluación anual de las entidades de importancia sistémica mundial

(EISM) de los países de la zona del euro. Como resultado, siete entidades de crédito de Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos se incluyeron en las categorías 1, 2 y 3 de las EISM acordadas internacionalmente, con unos porcentajes de colchón de capital del 1 %, del 1,5 % y del 2 %, respectivamente⁶⁴. Estos porcentajes son aplicables desde el 1 de enero de 2019 y, hasta entonces, están sujetos a una implantación gradual.

El BCE también evaluó las decisiones de las autoridades nacionales en relación con los colchones de capital de las 109 otras entidades de importancia sistémica (OEIS)⁶⁵. El Consejo de Gobierno mostró su conformidad con las decisiones de las autoridades nacionales.

Con el fin de reforzar la transparencia de sus actividades en materia de política macroprudencial, el BCE siguió publicando su Boletín Macroprudencial semestral. En el tercer número se describían las herramientas macroprudenciales del BCE y sus planteamientos en cuestiones macroprudenciales, poniendo el foco en: i) la metodología del BCE para fijar los colchones de capital mínimos de OEIS identificadas; ii) el control de calidad de las pruebas de resistencia agregadas (*top-down*), y iii) la exposición de un futuro sistema europeo de garantía de depósitos frente a quiebras bancarias y las ventajas de las aportaciones en función del riesgo. En el cuarto número se analizaron: i) el impacto a corto plazo del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL, en sus siglas en inglés) sobre los mercados financieros y las entidades de crédito desde la perspectiva de la estabilidad financiera; ii) un modelo elaborado para evaluar el impacto de los cambios en la capitalización de las entidades de crédito, condicionado a si es aplicable un mecanismo de recapitalización interna (*bail-in*) o de rescate (*bail-out*), y iii) los aspectos de política macroprudencial de los dictámenes del BCE publicados recientemente sobre las propuestas de la Comisión Europea para modificar la normativa bancaria de la UE.

Con el objetivo de seguir mejorando su comunicación pública, en 2017 el BCE comenzó a publicar en su sitio web un [resumen](#) de las medidas macroprudenciales actualmente vigentes en países sujetos a la Supervisión Bancaria del BCE. El [sitio web de la Junta Europea de Riesgo Sistémico \(JERS\)](#) proporciona la misma información, también para los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Cooperación con la Junta Europea de Riesgo Sistémico

El BCE siguió proporcionando apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la Secretaría de la JERS, encargada de la actividad diaria de la JERS. El BCE ayudó a esta institución en la identificación y el seguimiento continuo de los riesgos sistémicos potenciales. Entre otras cosas, presidió conjuntamente con la JERS el

⁶⁴ La [lista de EISM de 2017](#) puede consultarse en el sitio web del Consejo de Estabilidad Financiera.

⁶⁵ Véase «ECB floor methodology for setting the capital buffer for an identified Other Systemically Important Institution (O-SII)», [Macroprudential Bulletin](#), número 3, BCE, junio de 2017.

grupo de expertos del Comité Técnico Consultivo de esta institución, que elaboró el informe titulado «[Resolving non-performing loans in Europe](#)», publicado en julio de 2017. En el informe se identifican cuestiones macroprudenciales y de estabilidad financiera que se derivan de los elevados niveles de préstamos dudosos y los obstáculos para reducir estos niveles. También se proporciona orientación práctica a los responsables de elaborar las políticas con respecto a las medidas que han de adoptarse para diseñar la respuesta general al problema de los préstamos dudosos.

Asimismo, el BCE colaboró en la elaboración del informe de la JERS titulado «[Financial stability implications of IFRS 9](#)», que también se publicó en julio de 2017. El informe se preparó a petición de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo y en él se analizan las posibles implicaciones para la estabilidad financiera de la introducción de una nueva norma contable, la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 9. La conclusión general del informe es que se espera que la NIIF 9 sea altamente beneficiosa para la estabilidad financiera, dado que supone el reconocimiento temprano de las pérdidas crediticias. Sin embargo, en él se identifican varios retos prácticos para poder obtener las ventajas esperadas, así como algunos posibles efectos procíclicos.

El BCE también prestó apoyo a la JERS en su análisis de los datos de que dispone esta institución de conformidad con el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado. En 2017 se publicaron cuatro trabajos de investigación basados en estos datos⁶⁶.

Puede consultarse más información sobre la JERS en su [sitio web](#) y en su [Informe Anual de 2016](#).

3.3 Contribución del BCE a las iniciativas en materia de regulación

En cumplimiento de una de las responsabilidades que le confiere su mandato, en 2017 el BCE realizó importantes aportaciones analíticas y de política a una serie de iniciativas regulatorias, tanto a nivel internacional como europeo. Las cuestiones fundamentales en materia de regulación para el BCE en 2017 fueron: i) la finalización del marco de capital y de liquidez de Basilea (Basilea III); ii) la revisión de la regulación micro y macroprudencial aplicable a las entidades de crédito de la UE; iii) la revisión del marco de gestión de crisis y de resolución; iv) los trabajos para la culminación de la unión bancaria, y v) la creación de un marco regulatorio para las actividades no bancarias. Además, el BCE participó en los debates sobre el futuro marco regulatorio de la UE en materia de recuperación, resolución y supervisión de entidades de contrapartida central (véanse secciones 4.2 y 9.2) y sobre la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF).

⁶⁶ «[Compressing over-the-counter markets](#)», «[Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market](#)», «[Syndicated loans and CDS positioning](#)» y «[Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives](#)».

Finalización del marco de capital y de liquidez de Basilea

El 7 de diciembre de 2017, el Grupo de Gobernadores y Autoridades de Supervisión del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) acordó un paquete de reformas para finalizar Basilea III. El BCE tomó parte activa en los debates sobre la finalización de Basilea III y participó plenamente en los análisis de impacto. De cara al futuro será fundamental implementar el paquete final de Basilea III en todas las jurisdicciones y vigilar detenidamente los avances. A este respecto, el BCE considera que es importante mantener el elevado nivel de cooperación internacional que ha caracterizado a todas las actividades llevadas a cabo después de la crisis, ya que la existencia de normas acordadas internacionalmente resulta esencial para garantizar la estabilidad financiera.

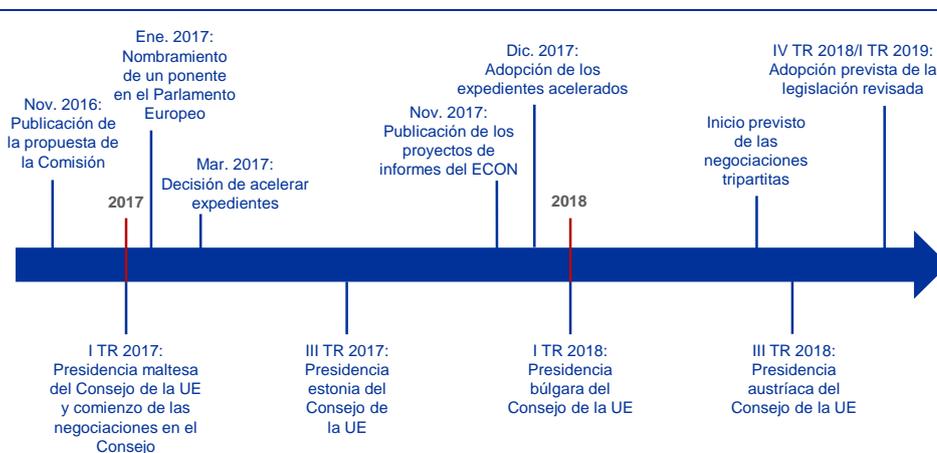
Revisión de la regulación micro y macroprudencial aplicable a las entidades de crédito de la UE

El 23 de noviembre de 2016, la Comisión Europea publicó un amplio paquete de reformas de la regulación bancaria, con el fin de reforzar más la capacidad de resistencia del sector bancario y de promover la integración financiera dentro de la UE⁶⁷. La propuesta implementa en la legislación europea los elementos básicos del programa de reformas de la regulación internacional. Estas normas internacionales incluyen los requerimientos de adecuación del capital y de liquidez de las entidades de crédito desarrollados por el BCBS, como el coeficiente de financiación estable neta (NSFR), la ratio de apalancamiento y la revisión fundamental de la cartera de negociación. Además, la propuesta introduce modificaciones adicionales del marco de supervisión en relación con una serie de cuestiones, como las facultades de que disponen los supervisores (marco del Pilar 2), así como disposiciones sobre las excepciones a la aplicación de los requerimientos de capital, las empresas matrices intermedias, las opciones y facultades nacionales, la proporcionalidad y el tratamiento de los grupos de terceros países.

⁶⁷ [Propuesta de directiva](#) del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión y las medidas de conservación del capital; y [propuesta de reglamento](#) del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que se refiere al ratio de apalancamiento, el ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Figura 1

Cronología de acontecimientos clave



Fuente: BCE.

Nota: ECON es la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

En noviembre de 2017, el BCE publicó su **Dictamen** sobre las propuestas. En dicho Dictamen subraya la importancia de la implementación de las normas del BCBS en el marco legislativo de la UE para asegurar unas condiciones de igualdad a escala mundial. Además, el BCE propone la introducción de cláusulas de revisión para todas las normas que se siguen debatiendo a nivel del BCBS.

En relación con la revisión del marco del Pilar 2, el BCE considera que, aunque la propuesta de la Comisión busca acertadamente una mayor convergencia supervisora, deja un marco de actuación supervisora demasiado estrecho en aspectos esenciales. Es importante que los supervisores cuenten con la flexibilidad necesaria para medir los riesgos, determinar el importe de los requerimientos de fondos propios adicionales que se imponen a cada institución y conservar un grado de discrecionalidad en relación con su composición.

El paquete de reformas de la Comisión incluye una serie de propuestas que afectan al diseño y al funcionamiento del marco macroprudencial. Las modificaciones propuestas aclaran que el marco del Pilar 2 se aplica individualmente a cada entidad y no debe utilizarse para afrontar riesgos sistémicos o macroprudenciales. Estos cambios revisten particular importancia para el BCE, ya que contribuyen a delimitar mejor las tareas e instrumentos de las autoridades micro y macroprudenciales. Sin embargo, el BCE considera que la retirada del Pilar 2 del conjunto de herramientas macroprudenciales debería ir acompañada de revisiones específicas del marco macroprudencial y que las autoridades macroprudenciales deberían disponer de un conjunto de instrumentos suficiente para poder abordar con eficacia los riesgos sistémicos.

Revisión del marco de gestión de crisis y de resolución

La propuesta de la Comisión sobre las reformas de la regulación bancaria incluía varias revisiones del marco de recuperación y resolución de la UE para ajustar el

régimen existente, que abordan las cuestiones principales de la siguiente forma: i) modificando el requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL) y aplicando la norma de capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, en sus siglas en inglés) para las entidades de importancia sistémica mundial; ii) atribuyendo dos nuevas potestades administrativas armonizadas para imponer moratorias a la autoridad competente y a la autoridad de resolución, respectivamente, y iii) aumentando la armonización del orden de prelación de créditos mediante la introducción de una nueva clase de deuda *senior* «no preferente», que se sitúa en rango por debajo de los pasivos *senior* no garantizados pero por encima de los pasivos subordinados.

Los Dictámenes de BCE sobre diversos aspectos de las propuestas de la Comisión se publicaron en marzo y noviembre de 2017.

En cuanto a la modificación del MREL y la aplicación de la norma TLAC, el BCE realizó las siguientes propuestas: i) la introducción de un «margen de seguridad» en el requerimiento de MREL y la eliminación de la propuesta de un *guidance* de MREL; ii) una distinción más clara de las funciones y competencias de la autoridad de resolución y del supervisor en cuestiones específicas (por ejemplo, incumplimiento del MREL, imposición de moratoria), iii) la aplicación de la propuesta de exención de las restricciones del importe máximo distribuible (IMD) —en caso de incumplimiento del requerimiento combinado de colchones de capital que se añade al requerimiento de MREL— durante un período de doce meses, y iv) la introducción de un período transitorio mínimo adecuado para cumplir el MREL en todas las entidades de crédito, que la autoridad de resolución podrá ampliar atendiendo al caso de cada entidad en particular.

Aunque la propuesta de la Comisión sobre las dos nuevas potestades armonizadas de imposición de moratoria cuenta con amplio respaldo, en el [Dictamen del BCE](#) de 8 de noviembre de 2017 se sugieren modificaciones adicionales al alcance y a la duración de la moratoria anterior a la resolución, así como la desvinculación entre la competencia de moratoria y la de actuación temprana.

En cuanto a las propuestas sobre el orden de prelación de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia, en el [Dictamen del BCE](#) de 8 de marzo de 2017 se sugiere la introducción de una norma general de preferencia de los depositantes basada en un enfoque escalonado, con una preferencia de tercer rango para los depósitos distintos de los que son actualmente preferentes con arreglo a la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria.

A escala internacional, el BCE participó activamente en los debates del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) que dieron lugar a la publicación de principios rectores para ayudar a las autoridades a aplicar la norma sobre «TLAC interno» (es decir, la capacidad de absorción de pérdidas que ha de tener cada uno de los subgrupos materiales que forman parte de un grupo de resolución) del FSB y del sexto informe sobre la implementación de las reformas de los regímenes de resolución tras la crisis.

Trabajos para la culminación de la unión bancaria

El BCE contribuyó al debate continuado sobre la culminación de la unión bancaria. A este respecto, el BCE respalda los objetivos a largo plazo de la [Comunicación de la Comisión](#) publicada el 11 de octubre de 2017.

Es importante tomar medidas adicionales y firmes para completar la unión bancaria, con el fin de poder aprovechar las ventajas de una unión bancaria plena. En este contexto, la reducción de riesgos y la distribución de riesgos deberían avanzar en paralelo, dado que son elementos que se refuerzan mutuamente. El BCE participa en los debates sobre las medidas propuestas para reducir el riesgo y emitió Dictámenes al respecto. Además, como se manifiesta en el [Dictamen del BCE](#) correspondiente, para culminar la unión bancaria es indispensable conseguir un sistema europeo de garantía de depósitos plenamente desarrollado y estable. Para el BCE también es importante que se cree cuanto antes un mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución y, para ello, está prestando apoyo técnico en los trabajos cuantitativos que se están llevando a cabo para estimar la capacidad del sector bancario para reembolsar el apoyo recibido. Por último, entre las medidas adoptadas por el BCE para ayudar a resolver la cuestión de los préstamos dudosos se incluyen la publicación de una guía para las entidades de crédito y la petición de preparación de un proyecto de sociedad de gestión de activos, para su implementación a escala nacional.

Creación de un marco regulatorio para las actividades no bancarias

A nivel internacional, el BCE participó en los trabajos llevados a cabo bajo los auspicios del Comité sobre el Sistema Financiero Global del Banco de Pagos Internacionales en relación con el funcionamiento del mercado de *repos*, realizando un análisis exhaustivo del impacto de las reformas regulatorias en estos mercados. El BCE también apoyó activamente los trabajos del FSB y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) dirigidos a tratar las vulnerabilidades estructurales derivadas de las actividades de gestión de activos, dadas la creciente importancia de esta parte del sistema financiero y la necesidad de ampliar las herramientas macroprudenciales para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera procedentes de fuera del sector bancario.

A escala europea, la Autoridad Bancaria Europea publicó su Dictamen sobre el diseño y la calibración del nuevo marco prudencial para las empresas de servicios de inversión, que estará adaptado a los diferentes modelos de negocio de estas empresas y a sus riesgos inherentes. El BCE presta su apoyo a los trabajos dirigidos a asegurar que el régimen prudencial capte correctamente todos los riesgos relevantes para la supervisión prudencial, así como los riesgos sistémicos que plantean las empresas de servicios de inversión. A este respecto, en su [Comunicación](#) publicada el 11 de octubre de 2017, la Comisión dejó claro que

propondrá que las grandes empresas de servicios de inversión que desarrollen actividades bancarias sean consideradas entidades de crédito y estén sujetas a la supervisión bancaria europea.

Revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera

El BCE participó en los debates sobre la [revisión del SESF](#). En septiembre de 2017, la Comisión adoptó un conjunto de propuestas para reforzar el SESF, que modifican los reglamentos por los que se crean las tres Autoridades Europeas de Supervisión (AES) y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), e introducen modificaciones en la Directiva de Seguros y Reaseguros (Solvencia II) así como en el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado II. Los objetivos generales de la revisión son garantizar una mayor convergencia supervisora en toda la UE, mejorar la gobernanza y la estructura de financiación de las AES, fomentar una mayor integración de los mercados, aumentar la eficiencia de la JERS y reforzar la coordinación macroprudencial. El 2 de marzo de 2018, el BCE publicó un [Dictamen](#) sobre la revisión del citado Reglamento.

3.4 La función microprudencial del BCE

A lo largo de 2017, la Supervisión Bancaria del BCE siguió contribuyendo a la estabilidad del sector bancario europeo y a la igualdad de condiciones para todas las entidades de crédito de la zona del euro. Aunque estas han incrementado su capacidad de resistencia en los últimos años, continúan enfrentándose a retos considerables.

Los elevados niveles de préstamos dudosos, que frenan los beneficios de las entidades de crédito y reducen su capacidad para financiar la economía, continuaron representando un reto considerable en algunos países de la zona del euro. Así pues, desde el inicio, la Supervisión Bancaria del BCE ha tenido entre sus prioridades la resolución del problema de los préstamos dudosos y, en 2017, tomó medidas importantes para conseguir este objetivo. En marzo de 2017, la Supervisión Bancaria del BCE publicó una [guía cualitativa sobre préstamos dudosos para entidades de crédito](#). Asimismo, con el fin de impedir la acumulación de préstamos dudosos con una cobertura insuficiente en el futuro, entre octubre y diciembre de 2017 el BCE sometió a consulta pública un [apéndice de la guía](#), en el que se exponen, de manera transparente, las expectativas supervisoras generales del BCE en relación con las provisiones de los nuevos préstamos dudosos, que se utilizarán de base para la evaluación individualizada de las políticas de dotación de provisiones de cada entidad.

Otro reto se derivó de la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea, que afectará a las entidades de crédito tanto de este país como de la zona del euro. Así pues, el BCE intentó asegurar que todos los bancos afectados cuenten con planes de contingencia adecuados. Para ello desarrolló posturas supervisoras sobre cuestiones tales como autorizaciones, modelos internos, gobierno interno, gestión

de riesgos y planificación de la recuperación. Para garantizar la transparencia, se publicaron [preguntas frecuentes detalladas](#) en el sitio web de supervisión bancaria del BCE y se celebraron seminarios con las entidades de crédito afectadas del Reino Unido y de la zona del euro para informarles de las expectativas supervisoras del BCE.

Dada la importancia de los modelos internos para el cálculo de los requerimientos de capital de las entidades de crédito, en 2017 la Supervisión Bancaria del BCE continuó con su revisión específica de modelos internos (el TRIM, en sus siglas en inglés). Los objetivos del TRIM son: i) asegurar que los modelos internos utilizados por las entidades de crédito cumplen los estándares regulatorios; ii) armonizar el tratamiento supervisor de los modelos internos, y iii) asegurar que los resultados de los modelos internos estén determinados por los riesgos reales, y no por el modelo elegido. Una vez completado, el TRIM aumentará la confianza en que los requerimientos de capital de las entidades de crédito son adecuados.

En 2017, el BCE determinó que tres grandes entidades de crédito de la zona del euro eran inviables o existía la probabilidad de que lo fueran en un futuro próximo. Estos fueron los tres primeros casos de inviabilidad de entidades significativas desde la creación del Mecanismo Único de Resolución, y el nuevo sistema pasó su primera prueba. El BCE, la Junta Única de Resolución, la Comisión Europea y las autoridades nacionales de resolución colaboraron de una forma fluida y eficaz.

Sin embargo, todavía hay que levantar el tercer pilar de la unión bancaria —un sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD)—. Los depositantes de toda la UE deben estar protegidos por igual y esto es crucial para un sector bancario verdaderamente europeo.

El [Informe Anual sobre las actividades de supervisión del BCE de 2017](#) contiene información más detallada sobre la Supervisión Bancaria del BCE.

4 Infraestructuras de mercado y pagos

El Eurosistema ejerce un papel fundamental en las infraestructuras de mercado y en los pagos a través de tres funciones: como operador, catalizador y responsable de la vigilancia. En su calidad de operador y catalizador, impulsa la innovación y la integración de las infraestructuras de mercado y de los pagos en Europa. Mediante su función de vigilancia, el Eurosistema fomenta la seguridad y la eficiencia de las infraestructuras del mercado financiero y de los pagos. En conjunto, el funcionamiento fluido de las infraestructuras de mercado del Eurosistema es crucial para mantener la confianza en el euro y respaldar las operaciones de política monetaria. En relación con las infraestructuras de mercado y los pagos, el Eurosistema también desempeña un destacado papel en garantizar la estabilidad del sistema financiero europeo e impulsar la actividad económica.

4.1 Innovación e integración de las infraestructuras de mercado y de los pagos

Durante más de una década, el Eurosistema, en estrecha colaboración con la Comisión Europea y el sector privado, ha estado trabajando en la transformación de unas infraestructuras del mercado financiero y unos servicios de pago muy fragmentados en Europa, con el fin de lograr una mayor integración. Estos trabajos continúan y requieren mayores esfuerzos. Con todo, el Eurosistema se encuentra en un momento en el que los avances son tangibles.

TARGET2, el sistema de liquidación bruta para las operaciones de pago en euros del Eurosistema, ha contribuido notablemente a impulsar el proceso de integración europea. Con frecuencia se le denomina el «sistema de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) en euros». En noviembre de 2017, este sistema cumplió diez años de servicios satisfactorios. En 2017, TARGET2 procesó el 89 % del importe y el 63 % del número de operaciones liquidadas por los sistemas de grandes pagos en euros, lo que le convierte en uno de los mayores sistemas de pago del mundo y en líder del mercado en Europa.

La última etapa de la migración a TARGET2-Securities (T2S) ha supuesto la finalización del proyecto, que se ha plasmado en una mayor integración de las infraestructuras del mercado para la liquidación de valores en Europa, muy fragmentadas anteriormente. A finales de octubre de 2017, 21 depositarios centrales de valores (DCV) de 20 mercados europeos operaban en T2S. Una vez concluida la última migración, T2S procesó una media de 556.684 operaciones diarias por un importe medio diario de 812,02 mm de euros⁶⁸.

Además de completar la migración a T2S, el Eurosistema, en su función de catalizador, ha estado impulsando la armonización de los mercados que participan en T2S. Estos trabajos contribuyen sustancialmente a la consecución de un verdadero mercado único europeo desde la perspectiva de las actividades de postcontratación.

Asimismo, el Eurosistema ha aprobado propuestas de armonización de los procesos y flujos para la gestión de los activos de garantía. Estos importantes trabajos de armonización han sentado las bases para el desarrollo de un Sistema de Gestión de Activos de Garantía del Eurosistema (ECMS, en sus siglas en inglés), [proyecto que fue aprobado por el Consejo de Gobierno](#) del BCE en diciembre de 2017. El ECMS proveerá un sistema armonizado para las operaciones con activos de garantía en el Eurosistema y sustituirá a los actuales sistemas de los 19 bancos centrales nacionales en las funciones que puedan armonizarse antes de su entrada en funcionamiento. Los cambios en el marco actual aplicable a los activos de garantía se implementarán de forma consistente en toda la zona del euro. El marco de control de riesgos se aplicará utilizando la misma información. La entrada en funcionamiento está prevista para noviembre de 2022.

⁶⁸ Las cifras se basan en datos diarios entre el 19 de septiembre y el 29 de diciembre de 2017, e incluyen las operaciones liquidadas, las liquidadas parcialmente y las transferencias de liquidez.

Aunque la integración de los mercados europeos está avanzando, las infraestructuras del mercado financiero y los pagos están sujetos a rápidos cambios tecnológicos. Para preservar la adecuación de la infraestructura financiera del Eurosistema en los próximos años, en diciembre de 2017, el Consejo de Gobierno decidió que era necesario consolidar TARGET2 y T2S. La consolidación constituirá una importante mejora de los servicios de liquidación bruta en tiempo real de TARGET2, contribuirá a reforzar los procedimientos de gestión de la liquidez para los participantes del mercado en todo el Eurosistema, reducirá los costes operativos y mejorará la ciberresiliencia (véase recuadro 8).

De forma paralela a la consolidación de los servicios de TARGET2 y T2S, el Eurosistema está desarrollando un servicio paneuropeo de liquidación de pagos inmediatos en dinero de banco central. Este servicio de liquidación de pagos inmediatos de TARGET (TIPS, en sus siglas en inglés), que empezará a funcionar en noviembre de 2018, asegurará que los pagos puedan liquidarse de forma inmediata en toda Europa, lo que seguirá contribuyendo a la integración y a la innovación del mercado de pagos minoristas en euros.

La creación de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, en sus siglas en inglés) supuso la integración del mercado de pagos minoristas en euros para los instrumentos de pago al por menor básicos, estableciendo las bases para el desarrollo de soluciones de pago innovadoras. El Eurosistema, en su función de catalizador, ha impulsado de forma continua la integración y la innovación de los pagos minoristas europeos. En noviembre de 2017 se lanzó el esquema de transferencias SEPA inmediatas bajo los auspicios del Consejo de Pagos Minoristas en Euros (ERPB, en sus siglas en inglés), un foro europeo de alto nivel presidido por el BCE para el diálogo entre los proveedores de servicios de pago y los usuarios finales. También se está trabajando para facilitar los pagos por móvil entre particulares, los servicios de iniciación de pagos (en el contexto de la revisión de la [Directiva sobre Servicios de Pago](#), PSD2⁶⁹), la estandarización de tarjetas, la accesibilidad de los usuarios de pagos al por menor a los servicios de pagos minoristas y la facturación electrónica en Europa.

Se han seguido investigando las implicaciones de la tecnología de registros distribuidos (*distributed ledger technology* o DLT) para las infraestructuras del mercado financiero europeo. Un grupo de trabajo interno de «fintech» del BCE realiza un seguimiento de los trabajos analíticos sobre la posible representación digital del efectivo. También se están realizando trabajos a nivel del Eurosistema con el objetivo de entender las posibles repercusiones de las fintech para los pagos, las actividades de vigilancia, la aplicación de la política monetaria y el riesgo financiero. Asimismo, se ha realizado un amplio análisis para determinar si las funcionalidades específicas de un sistema de liquidación bruta en tiempo real podrían ejecutarse en un entorno de DLT de manera segura y eficiente⁷⁰. Aunque los resultados de la serie de pruebas efectuadas son alentadores, no pueden extraerse conclusiones directas

⁶⁹ Las disposiciones de la PSD2 entraron en vigor en enero de 2018.

⁷⁰ Véase «[Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment](#)», BCE/Banco de Japón, septiembre de 2017, y «[BOJ/ECB joint research project on distributed ledger technology](#)», BCE/Banco de Japón, septiembre de 2017.

sobre su posible utilización en producción. En un informe sobre el impacto potencial de esta tecnología en la armonización de la postcontratación de valores y en la mayor integración de los mercados financieros de la UE⁷¹ se investiga la aplicación de la tecnología de DLT en áreas como la firmeza de la liquidación, la ciberseguridad y la presentación de la información, contribuyendo al debate sobre cómo aprovechar esta tecnología para promover la integración de los mercados financieros de la UE.

4.2 Seguridad de las infraestructuras de mercado y de los pagos

El BCE es el principal responsable de la vigilancia de tres sistemas de pago de importancia sistémica (SIPS, en sus siglas en inglés): TARGET2, EURO1 y STEP2, al tiempo que la Banque de France se encarga de vigilar CORE (FR), el cuarto SIPS de la zona del euro. El Eurosistema continuó con los trabajos relacionados con el primer ejercicio de evaluación global de estos sistemas con arreglo al [Reglamento relativo a los SIPS](#). También prosiguió con la evaluación coordinada de los sistemas de pagos minoristas que no son de importancia sistémica, así como de los esquemas de pago con tarjeta nacionales e internacionales, y empezó a evaluar el esquema de transferencias SEPA inmediatas.

En relación con T2S, el Eurosistema, en colaboración con otras autoridades, realizó actividades de vigilancia de T2S cuando empezó a estar operativo, así como el seguimiento de la migración escalonada de los DCV a T2S.

En cuanto a los sistemas de liquidación de valores (SLV), de conformidad con el Reglamento sobre los DCV, el Eurosistema participa en el procedimiento de autorización de los DCV en su calidad de banco central emisor del euro. Además, el Eurosistema ha desarrollado un nuevo marco para determinar la admisibilidad de los SLV y de los enlaces para su utilización en las operaciones de crédito del Eurosistema. Este nuevo marco se introducirá en 2018 y se basa en gran medida en el procedimiento de autorización establecido en el [Reglamento sobre los DCV](#).

Por lo que se refiere a las entidades de contrapartida central (ECC), el Eurosistema ha seguido participando en las actividades de los colegios de supervisores establecidos de conformidad con el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, en sus siglas en inglés). En particular, ha apoyado a las autoridades nacionales competentes para autorizar la ampliación de las actividades y los servicios de las ECC, así como cambios significativos en sus modelos.

En el ámbito regulatorio, en noviembre de 2017 se publicaron las modificaciones del Reglamento aplicable a los SIPS y los actos jurídicos complementarios relativos a sanciones y medidas correctivas. Las principales modificaciones están relacionadas con los requerimientos adicionales para la mitigación del riesgo de liquidez y con la ciberresiliencia, así como con el otorgamiento de facultades adicionales a las autoridades competentes.

⁷¹ Véase «[The potential impact of DLTs on securities post-trading harmonisation and on the wider EU financial market integration](#)», BCE, septiembre de 2017.

En el área de la regulación sobre pagos minoristas, la Autoridad Bancaria Europea, en estrecha colaboración con el BCE, preparó, entre otras cosas, un proyecto de normas técnicas de regulación sobre procedimientos de autenticación reforzada de clientes y sobre estándares de comunicación comunes y seguros en el marco de la PSD2. Una vez aprobadas, las medidas de seguridad recogidas en estas normas serán aplicables 18 meses después de la fecha de su entrada en vigor.

De cara al futuro se espera un aumento de los riesgos que plantean los sistemas de compensación, en particular las ECC, para el correcto funcionamiento de los sistemas de pago. En última instancia, estos riesgos podrían afectar al objetivo primordial del Eurosistema de mantener la estabilidad de precios. En cuanto a las ECC, la Comisión Europea adoptó dos propuestas de modificación del EMIR en 2017 (véanse también las secciones 3.3 y 9.2). La primera propuesta tiene por objeto reducir las obligaciones de envío de información y de compensación de algunas contrapartidas aplicando el principio de proporcionalidad, y la segunda aspira a mejorar el marco para la autorización y la supervisión de las ECC de la UE y a reforzar los requisitos aplicables a ECC de importancia sistémica ubicadas en terceros países. Este último aspecto reviste particular importancia en vista de los sustanciales volúmenes de operaciones denominadas en euros compensadas por ECC establecidas en el Reino Unido, país que, tras su eventual salida de la Unión Europea, ya no estará sujeto al marco regulatorio y supervisor del EMIR. Si se adopta, la propuesta de la Comisión Europea otorgará, entre otras cosas, un papel más relevante al Eurosistema en la supervisión de las ECC de la UE y de terceros países. Para asegurar que el Eurosistema pueda cumplir esta función es de vital importancia que tenga otorgadas las facultades pertinentes en el Tratado y los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. Para asignar al BCE una competencia legal clara en el ámbito de la compensación central, el Consejo de Gobierno adoptó una [Recomendación](#) de modificación del artículo 22 de los citados Estatutos.

Recuadro 7

Pagos inmediatos e innovación en los pagos minoristas

Pagos inmediatos

El esquema de transferencias SEPA inmediatas (SCT Inst), que entró en funcionamiento en noviembre de 2017, proporciona al mercado de pagos minoristas una base común para ofrecer productos y servicios innovadores que generan valor para los clientes y contribuyen a aumentar la competencia entre los proveedores de servicios de pago (PSP). Desde su puesta en marcha, unos 600 PSP de ocho países de la zona del euro se han registrado como participantes en el esquema SCT Inst, es decir, como mínimo, son *reachable party* (entidad representada). Un mayor número de PSP de otros países se incorporarán al esquema a lo largo de 2018, 2019 y en adelante.

Las soluciones de pagos minoristas basadas en el esquema SCT Inst permiten a los clientes (consumidores, empresas y administraciones públicas) enviar y recibir pagos sin efectivo en toda Europa en menos de diez segundos. Estos pagos se abonan de inmediato en la cuenta del beneficiario, por lo que pueden utilizarse inmediatamente para efectuar otras operaciones.

El esquema SCT Inst podría servir de base para desarrollar soluciones innovadoras para pagos entre particulares, entre particulares y empresas en terminales de venta y en comercio electrónico, y también para pagos entre empresas. Estas soluciones innovadoras incluyen, por ejemplo, el pago por móvil entre particulares utilizando el número del teléfono móvil del beneficiario como sustituto del Código Internacional de Cuenta Bancaria (IBAN, en sus siglas en inglés). Las soluciones innovadoras cuentan con el potencial para ampliarse también a los pagos entre particulares y empresas, por ejemplo, para pagar servicios prestados a domicilio o en el punto de venta. En el comercio electrónico, los pagos inmediatos permiten a los comerciantes *online* sincronizar el envío de productos y la prestación de servicios con el pago. En el caso de los pagos entre empresas, los pagos inmediatos mejoran el flujo de caja y optimizan la gestión del capital circulante. En líneas más generales, reducen los casos de demora en los pagos y agilizan el pago de facturas.

Los pagos SCT Inst no solo son rápidos, sino que también son seguros y eficientes. El esquema SCT Inst está sujeto a la vigilancia del Eurosistema. La infraestructura de mercado subyacente, que también está sujeta a la vigilancia del Eurosistema, garantiza que los pagos SCT Inst se procesen y liquiden de forma segura y eficiente en toda Europa. La liquidación se realiza en dinero de banco central.

Innovación en los pagos minoristas

En un contexto de innovación en el ámbito de los pagos minoristas, es importante distinguir claramente entre el desarrollo de instrumentos y soluciones de pago regulados por la legislación de la UE y denominados en una moneda que representa un derecho específico frente al banco central emisor, por una parte, y, por otra, la aparición de esquemas de monedas virtuales como el *bitcoin*. El término «moneda virtual» es equívoco ya que, a diferencia de una moneda genuina, las monedas virtuales no representan un crédito sobre el emisor. Además, carecen de una base jurídica clara y no están reguladas. Por tanto, el BCE considera que las «monedas virtuales» no son más que una «representación digital de valor»⁷².

Los usuarios deben tener presente que el valor de las «monedas virtuales» puede experimentar fuertes fluctuaciones y verse impulsado por actividades especulativas. También cabe señalar que el consumo energético asociado a algunas monedas virtuales es muy elevado en comparación con otros métodos de pago digital, ya que el algoritmo que se utiliza para verificar las operaciones necesita una elevada capacidad de procesamiento y, por tanto, una cantidad considerable de electricidad.

La implantación de los pagos inmediatos en toda la zona del euro reforzará la competitividad y el potencial innovador del ecosistema de pagos minoristas en Europa, pues están respaldados por la seguridad y la confianza en la moneda, el euro. En cambio, las «monedas virtuales» pueden considerarse activos especulativos y, por tanto, sujetos a riesgos. No cuentan con el respaldo de una autoridad emisora y, en consecuencia, su uso como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor no es evidente.

⁷² Véase [Virtual currency schemes – a further analysis](#), BCE, febrero de 2015.

Recuadro 8

La ciberresiliencia del ecosistema financiero

La digitalización y la globalización han brindado a las personas, las empresas y las instituciones públicas nuevas formas de obtener y gestionar información, realizar sus actividades de negocio y comunicarse. Al mismo tiempo, la mayor interconexión, la complejidad del entorno tecnológico, el número de usuarios y la cantidad de datos en plataformas digitales y en las distintas redes también han aumentado la exposición a ciberataques. Los ciberataques a las entidades de crédito, a las infraestructuras del mercado financiero y a los proveedores de servicios preocupan seriamente, ya que tienen un impacto negativo en los consumidores y las empresas, podrían traducirse en un riesgo sistémico, afectar a la estabilidad financiera y, en definitiva, perjudicar el crecimiento económico.

La creciente sofisticación de los atacantes, que exploran nuevas oportunidades y emplean nuevos métodos para comprometer la seguridad de los sistemas tecnológicos, ejerce una presión constante sobre las organizaciones para que mejoren sus controles de seguridad. Dichos controles incluyen recopilar y analizar la información disponible sobre las amenazas y aplicar medidas defensivas, además de aumentar la capacidad de detección y de reacción.

La resiliencia operacional —y, dentro de ella, la ciberresiliencia— merece especial atención. La resiliencia operacional se refiere a la capacidad de una organización para prever, resistir, contener y recuperarse rápidamente de una interrupción del servicio. Esta resiliencia implica que la organización es capaz de continuar sus actividades antes, durante y después del incidente y, además, lucha para minimizar cualquier impacto relacionado que pueda surgir durante y después de la interrupción.

La significativa interconexión del sistema financiero, tanto en lo que respecta a las relaciones de negocio como a la infraestructura tecnológica de apoyo, implica que la ciberresiliencia no puede lograrse actuando aisladamente. La colaboración y la cooperación son esenciales a nivel operativo y de políticas. Todo el ecosistema (infraestructuras de los mercados financieros, participantes en los mercados y proveedores de servicios críticos) tiene que estar implicado, sobre todo en las áreas de intercambio de información, recuperación y realización de pruebas. El Eurosistema valora positivamente la cooperación a nivel europeo en materia de ciberseguridad.

Entre las medidas que se han implantado para abordar y promover la ciberresiliencia del Eurosistema, cabe destacar las iniciativas siguientes:

1. Promover la ciberresiliencia del BCE

Para el BCE es de primordial importancia proteger la confidencialidad y la integridad de su información y salvaguardar la disponibilidad de sus sistemas. Esto no solo supone la implementación de un sólido marco de gestión del riesgo operacional y de seguridad tecnológica y capacidades de recuperación técnica, sino que también implica la elaboración de planes de continuidad de la actividad en los que se indica de qué manera —en caso de ataques persistentes—priorizaría el BCE sus operaciones y recursos, protegería sus activos principales y restablecería las funcionalidades. Además, se ha establecido una cooperación sistemática entre bancos centrales para desarrollar marcos comunes de políticas y gestión de riesgos de seguridad tecnológica, llevar a cabo análisis continuos de los desarrollos de ciberseguridad recientes y responder a las amenazas e incidentes.

2. Promover la resiliencia operacional/ciberresiliencia de las entidades de crédito (supervisadas)

El Mecanismo Único de Supervisión (MUS) ha introducido la obligación de comunicar los ciberincidentes significativos que se produzcan en los bancos que supervisa, lo que permite entender mejor el entorno general de los ciberincidentes que están afectando a las entidades de crédito. La mayoría de los aspectos relacionados con la ciberseguridad forman parte de la supervisión del riesgo tecnológico que compete al MUS —supervisión a distancia y evaluaciones de riesgos continuas, revisiones temáticas y horizontales centradas en áreas concretas (ciberseguridad, externalización tecnológica, calidad de los datos, etc.) e inspecciones *in situ* específicas (sobre áreas de riesgo tecnológico en general, pero también centradas en la seguridad tecnológica y en los ciberriesgos). Se está trabajando en la emisión de orientaciones sobre las expectativas del MUS en relación con el riesgo tecnológico de las entidades significativas sujetas a su supervisión. Además, el MUS colabora activamente con otras autoridades de supervisión de todo el mundo y, en particular, de Europa, compartiendo buenas prácticas y alineando políticas.

3. Asegurar la ciberresiliencia de las infraestructuras del mercado financiero

La estrategia de ciberresiliencia de las infraestructuras del mercado financiero (IMF) del Eurosistema consta de tres pilares: preparación de las IMF, resiliencia sectorial y compromiso estratégico del regulador y de la industria. En el primer pilar, el Eurosistema está aplicando un enfoque armonizado para la evaluación de los sistemas de pago de la zona del euro, atendiendo a la guía titulada *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*, del Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), que está basada en diversos principios. Además, el Eurosistema está desarrollando una serie de herramientas que pueden utilizar los operadores de las IMF para mejorar la madurez de su ciberresiliencia, como un marco europeo de pruebas de simulación de ataques (*red team testing*)⁷³. Este marco de pruebas, que se introducirá en 2018, tiene como finalidad asegurar la homogeneización y el reconocimiento mutuo de las pruebas de ciberseguridad en toda la UE, de forma que las IMF no tengan que someterse a pruebas similares en cada Estado miembro o por parte de diferentes autoridades competentes. En el segundo pilar, el objetivo del Eurosistema es mejorar la ciberresiliencia colectiva del sector financiero, mediante la colaboración transfronteriza y entre autoridades, el intercambio de información, el análisis de interdependencias del sector y los ejercicios de continuidad de la actividad a escala de todo el mercado. En el tercer pilar se ha creado un foro para reunir a los agentes de mercado, las autoridades competentes y los proveedores de servicios de ciberseguridad. Su finalidad es establecer un entorno de confianza y colaboración entre los participantes y catalizar iniciativas conjuntas para mejorar las competencias y capacidades del sector.

La ciberresiliencia del ecosistema financiero requiere el trabajo conjunto de las entidades, las infraestructuras y las autoridades, pero la responsabilidad global de asegurar dicha ciberresiliencia recae en las propias instituciones financieras y las IMF.

⁷³ El término *red team testing* era en su origen un término militar utilizado para describir a un equipo cuya misión era penetrar en la seguridad de instalaciones «amigas» y de esta forma probar sus medidas de seguridad. En el contexto de la ciberresiliencia, es un ejercicio que imita las tácticas, técnicas y procedimientos de atacantes reales y va dirigido a las personas, procesos y tecnologías de una IMF o una empresa con el fin de probar sus capacidades de protección, detección y respuesta.

5 Servicios financieros a otras instituciones

5.1 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)⁷⁴ y al [Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera](#) (MEEF)⁷⁵. En 2017, el BCE procesó pagos de intereses de los préstamos concedidos en el marco del MTFA. A 31 de diciembre de 2017, el saldo vivo total de los préstamos concedidos al amparo de este mecanismo ascendía a 3,05 mm de euros. En 2017, 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 2017 se cifraba en 46,8 mm de euros.

Del mismo modo, el BCE es responsable de la gestión de los pagos generados por las operaciones efectuadas en el contexto de la [Facilidad Europea de Estabilización Financiera](#) (FEEF)⁷⁶ y el [Mecanismo Europeo de Estabilidad](#) (MEDE)⁷⁷. En 2017, el BCE procesó varios pagos por intereses y comisiones en relación con los préstamos concedidos al amparo de la FEEF. El BCE también procesó las aportaciones 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 Grecia⁷⁸. A 31 de diciembre de 2017, el saldo vivo total en el contexto de este acuerdo ascendía a 52,9 mm de euros.

5.2 Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema

En 2017 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.

⁷⁴ 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 Sistema Europeo de Bancos Centrales (en lo sucesivo, los «Estatutos del SEBC»), y el artículo 9 del Reglamento del Consejo (CE) nº 332/2002, de 18 de febrero de 2002.

⁷⁵ 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) nº 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010.

⁷⁶ 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).

⁷⁷ 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 de Facilidad de Asistencia Financiera).

⁷⁸ 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.

Varios bancos centrales nacionales del Eurosistema («los proveedores de servicios del Eurosistema») ofrecen a bancos centrales, autoridades monetarias y organismos públicos situados fuera de la zona del euro, así como a organizaciones internacionales, el conjunto completo de servicios en condiciones y términos armonizados de conformidad con los estándares generales del mercado. El BCE desempeña una función general de coordinación, 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 278 en 2017, en comparación con los 286 de 2016. Con respecto a los servicios prestados, en 2017, el total de tenencias agregadas (que incluyen las tenencias de efectivo y de valores) gestionado por el SGRE aumentó aproximadamente un 7 % con respecto al volumen gestionado a finales de 2016.

6 Billetes y monedas

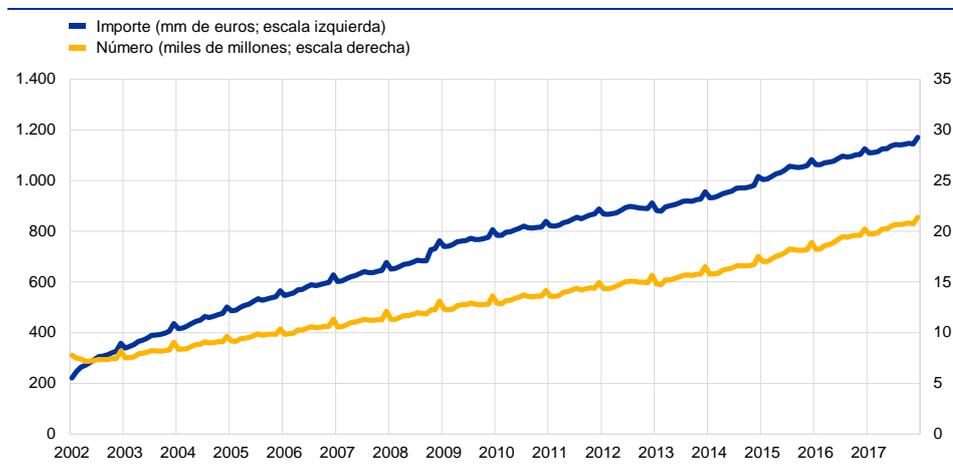
El BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro son los responsables de emitir los billetes en euros dentro de la zona del euro y de mantener la confianza en la moneda.

6.1 Circulación de billetes y monedas

En 2017, el número de **billetes en euros en circulación** y su importe aumentaron en torno a un 5,9 % y un 4 %, respectivamente. A finales de año circulaban 21.400 millones de billetes en euros por un importe total de 1.171 mm de euros (véanse gráficos 30 y 31). Los billetes de 100 euros registraron la tasa de crecimiento interanual más elevada, que en 2017 se situó en el 7,9 %. El crecimiento del billete de 50 euros mantuvo su dinamismo, con una tasa del 6,4 %, aunque este porcentaje fue inferior al del año anterior.

Gráfico 30

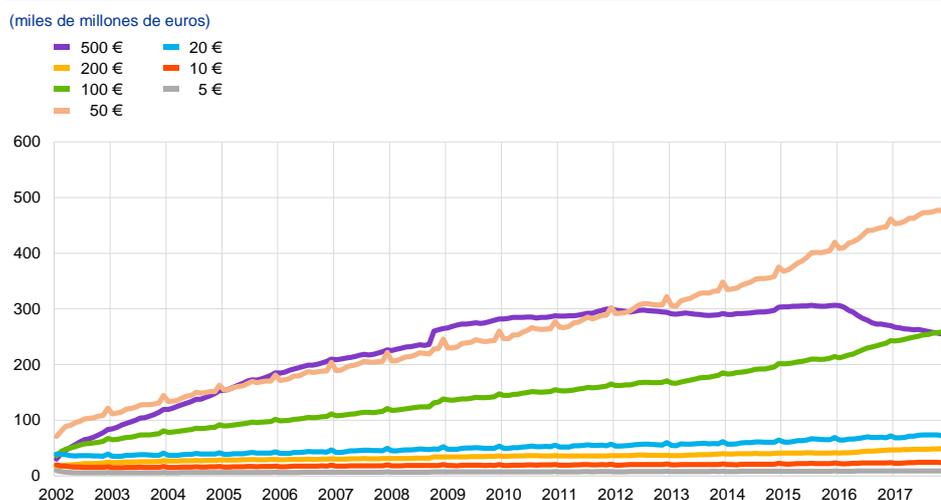
Número e importe de los billetes en euros en circulación



Fuente: BCE.

Gráfico 31

Importe de los billetes en euros en circulación, por denominaciones



Fuente: BCE.

A raíz de la decisión de dejar de emitir el billete de 500 euros una vez completada la emisión de la segunda serie de billetes en euros, su circulación volvió a disminuir en 2017. Esta disminución se vio compensada, en parte, por una mayor demanda de billetes de 200, 100 y 50 euros.

Se estima que, en términos de importe, alrededor de un tercio de los billetes en euros circulan fuera de la zona del euro —principalmente en países vecinos— y corresponden, sobre todo, a las denominaciones más altas. Se utilizan como depósito de valor y para liquidar operaciones en los mercados internacionales.

La producción de billetes en euros se comparte entre los BCN de la zona del euro, a los que se asignó en conjunto la producción de 5.720 millones de billetes en 2017.

En 2017, el número total de monedas en euros en circulación aumentó un 4,2 % y se situó en 126.000 millones al cierre del año. A finales de 2017, el importe de las monedas en circulación ascendía a 28.000 millones de euros, cifra que supera en un 4 % la registrada a finales de 2016.

En 2017, los BCN de la zona del euro comprobaron la autenticidad y la aptitud para la circulación de unos 32.300 millones de billetes, y de ellos, se retiraron alrededor de 6.100 millones por no ser aptos para la circulación. Además, el Eurosistema continuó prestando asistencia a los fabricantes de maquinaria de tratamiento de billetes a fin de garantizar que sus máquinas cumplan con los estándares del BCE para comprobar la autenticidad y aptitud antes de retornar a la circulación. En 2017, las entidades de crédito y otros profesionales del manejo del efectivo comprobaron la autenticidad y la aptitud para circular de unos 36.000 millones de billetes en euros utilizando ese tipo de máquinas.

Recuadro 9

El uso del efectivo por los hogares de la zona del euro

Con el incremento de los pagos con tarjeta y el auge de formas de pago alternativas, el futuro del efectivo es objeto de debate y su relevancia en la sociedad se está cuestionando. Sin embargo, aunque los billetes y las monedas en euros llevan quince años en circulación, no se sabe mucho acerca de su uso real por los hogares. Así pues, el BCE llevó a cabo un estudio exhaustivo⁷⁹ para analizar la utilización de efectivo, tarjetas y otros instrumentos de pago en los puntos de venta⁸⁰ por los consumidores de la zona del euro en 2016. El estudio se basa en los resultados de una encuesta realizada en todos los países de la zona, salvo Alemania y Países Bajos, que llevaron a cabo encuestas similares de manera independiente en 2014 y 2016, respectivamente. Los resultados correspondientes a estos dos países se han integrado en los de la encuesta del BCE para ofrecer una estimación del número e importe de los pagos efectuados para los 19 países de la zona del euro.

En 2016, en términos de número de operaciones, el 79 % de todas las transacciones en puntos de venta de la zona del euro se realizaron con efectivo, el 19 % con tarjeta y el 2 % restante con otros medios de pago como cheques, transferencias o dispositivos móviles de pago. En lo que se refiere al importe de las operaciones, el 54 % de las transacciones en puntos de venta se hicieron con efectivo, el 39 % con tarjeta y el 7 % utilizando otros instrumentos de pago (por ejemplo, cheques). No obstante, se aprecian importantes diferencias de comportamiento en materia de pagos en los distintos países, tanto en términos de número de operaciones como de importe (véase gráfico A).

⁷⁹ Véase H. Esselink, y L. Hernández, «[The use of cash by households in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 201, BCE, noviembre de 2017.

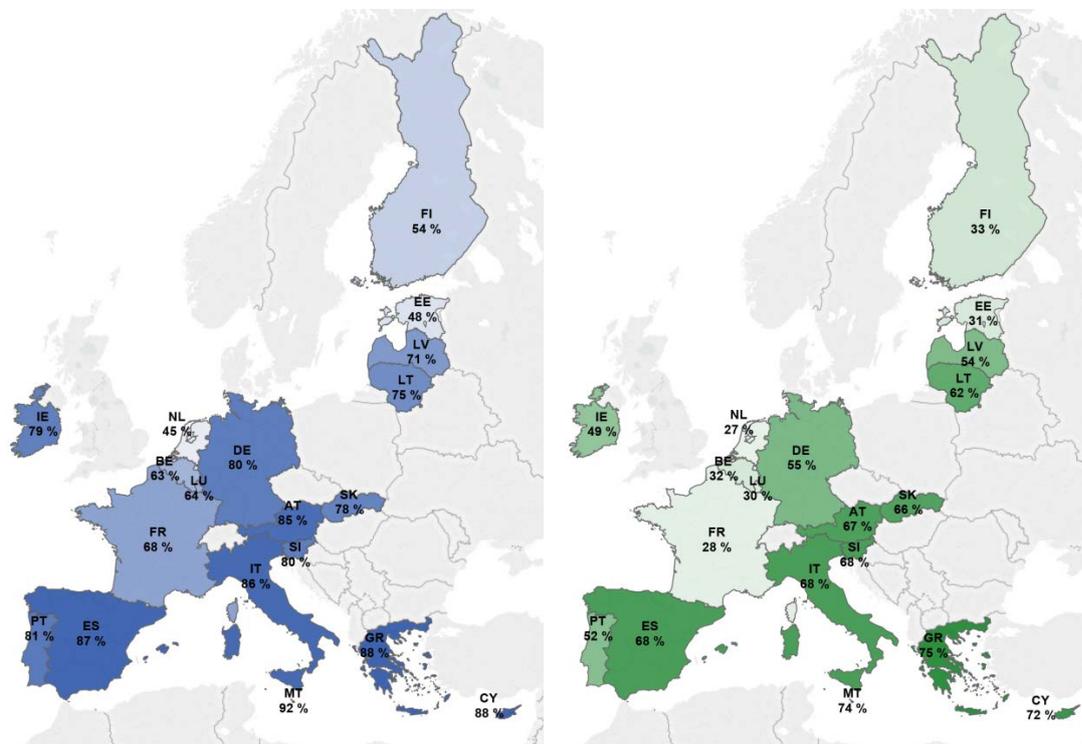
⁸⁰ Los puntos de venta son los establecimientos físicos en los que los consumidores pueden adquirir productos y servicios (véase gráfico B).

Gráfico A

Porcentaje de operaciones en efectivo en puntos de venta por país

(Número de operaciones)

(Importe de las operaciones)



Fuentes: BCE, Deutsche Bundesbank y De Nederlandsche Bank.

El efectivo fue el instrumento de pago de uso más habitual en la zona del euro para operaciones por importe de hasta 45 euros. Para cantidades superiores, las tarjetas fueron el medio de pago utilizado con mayor frecuencia. Sin embargo, solo el 9 % de todos los pagos registrados superó ese importe. De hecho, los resultados muestran que los consumidores solo gastaron, en promedio, 18 euros cada vez que efectuaron un pago en un punto de venta utilizando efectivo, tarjetas u otros medios de pago. Más de un tercio de los pagos se realizó por cantidades inferiores incluso a 5 euros, y dos tercios, por importes inferiores a 15 euros.

La mayoría de las operaciones se efectuaron en establecimientos de venta de productos de consumo diario (48 %), seguidas de restaurantes, bares o cafeterías (21 %), gasolineras (8 %) y tiendas de bienes de consumo duradero (6 %) (véase gráfico B). El hecho de que la mayor parte de las operaciones se realizara en lugares donde entre el 80 % y el 90 % de los pagos se hicieron en efectivo y de que dos terceras partes de todas las operaciones fueran por un importe inferior a 15 euros puede explicar, en cierta medida, por qué se hace un mayor uso del efectivo de lo que a menudo se piensa.

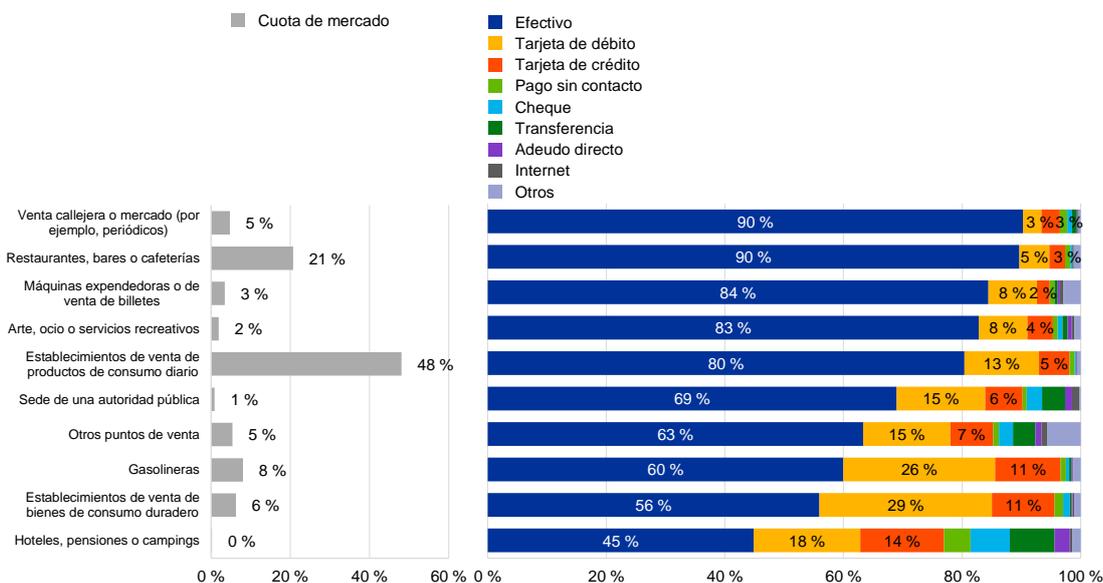
El gráfico B muestra que el 5 % de todos los pagos se efectuaron en otros puntos de venta, lo que suele ser habitual en el sector servicios (por ejemplo, peluquerías, tintorerías, talleres de reparación de vehículos o servicios de hogar). En algunos países, esta categoría también incluye pagos que en otros países normalmente se realizarían utilizando medios de pago remotos, como las transferencias o los adeudos directos. Se trata principalmente de pagos recurrentes, como los correspondientes al alquiler y el consumo de agua, gas y electricidad, y las pólizas de seguros, aunque también los pagos de suministro de gasóleo o gas a domicilio, o por la prestación de

servicios médicos. Según se indicó en las respuestas a una pregunta de la encuesta sobre dichos pagos, en la zona del euro (excluida Alemania), en promedio, el 6 % de los alquileres, el 13 % de las facturas de electricidad y el 31 % de las facturas médicas se abonaron en efectivo. En general puede concluirse que en los países en los que los pagos en efectivo representan un porcentaje elevado de todos los pagos realizados es más frecuente que los pagos recurrentes se efectúen con efectivo.

Gráfico B

Cuota de mercado de los principales instrumentos de pago utilizados en puntos de venta – número de operaciones

(porcentajes)



Fuentes: BCE, Deutsche Bundesbank y De Nederlandsche Bank.

En conjunto, los resultados indican que el uso del efectivo en los puntos de venta sigue siendo generalizado en la mayoría de los países de la zona del euro, lo que parece cuestionar la percepción de que el efectivo está siendo reemplazado rápidamente por otros medios de pago. De hecho, al preguntar a los encuestados por su instrumento de pago preferido, el 32 % indicó que prefería el efectivo, el 43 % las tarjetas u otros instrumentos de pago distintos del efectivo y el 25 % afirmó no tener preferencia alguna. Esta discrepancia entre preferencias y comportamiento real puede explicarse, al menos en parte, por el hecho de que los consumidores parecen recordar sobre todo los pagos por importes elevados, que realizan con menos regularidad, y tienden a olvidar lo frecuentemente que efectúan pagos en efectivo por importes reducidos.

6.2 Falsificación de billetes en euros

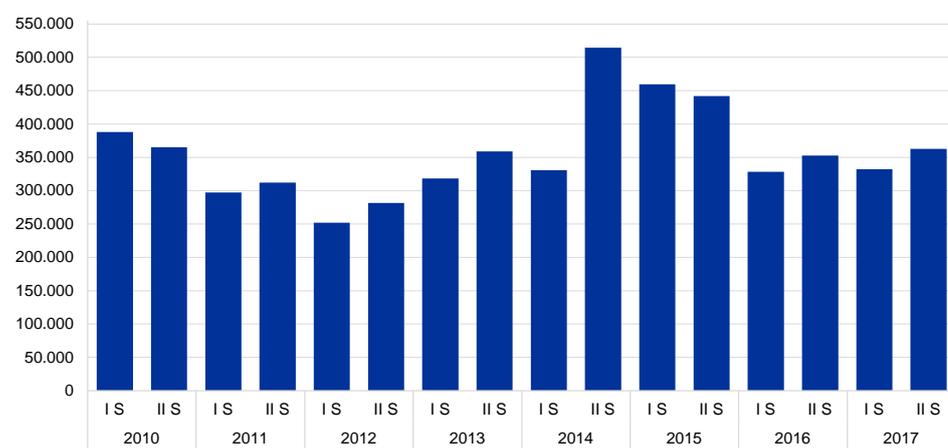
El número total de billetes falsos en euros aumentó ligeramente en 2017, y se retiraron de la circulación alrededor de 694.000 billetes falsos. En comparación con el número de billetes en euros auténticos en circulación, la proporción de falsificaciones es muy baja. El gráfico 32 muestra la evolución a largo plazo del

número de billetes falsos retirados. Las falsificaciones tienden a concentrarse en las denominaciones de 20 y 50 euros, que en 2017 representaron conjuntamente más del 85 % del total de billetes falsos incautados. El porcentaje de falsificaciones de billetes de 20 euros disminuyó en 2017.

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 no se limite a examinar solamente uno de los elementos de seguridad. Además, se imparten cursos de formación de manera continuada a los profesionales encargados del manejo del efectivo, tanto en Europa como fuera, 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 32

Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación



Fuente: BCE.

6.3 Segunda serie de billetes en euros

El 4 de abril de 2017 se puso en circulación el nuevo billete de 50 euros. Su lanzamiento constituye el último paso en el proceso para reforzar la seguridad de los billetes en euros. El nuevo billete de 50 euros es la cuarta denominación de la segunda serie de billetes en euros —conocida como **serie Europa**— que se introduce, después de los billetes de 5, 10 y 20 euros. Contiene elementos de seguridad mejorados, entre los que se encuentran el «número verde esmeralda», que produce un reflejo metálico que se desplaza verticalmente y que cambia de color cuando se inclina el billete, y una «ventana con retrato», un elemento innovador utilizado por primera vez en el billete de 20 euros de la serie Europa. Cuando el billete se mira al trasluz, la ventana transparente situada cerca del extremo superior de la banda holográfica muestra un retrato de Europa (personaje de la mitología griega), que puede verse en ambos lados del billete. El mismo retrato aparece también en la marca de agua.

En la primera mitad de 2019 se prevé realizar la emisión conjunta de los nuevos billetes de 100 y 200 euros, las dos últimas denominaciones de la serie Europa. Tras concluir un examen de la estructura de las denominaciones de los billetes en euros, el Consejo de Gobierno del BCE decidió excluir el billete de 500 euros de esta serie, teniendo en cuenta la preocupación de que esta denominación pueda facilitar actividades ilícitas. El BCE y los BCN de la zona del euro llevarán a cabo una campaña informativa dirigida al público y a los profesionales del manejo del efectivo sobre la introducción de los nuevos billetes de 100 y 200 euros, que contendrán nuevos elementos de seguridad. La campaña incluirá también un recordatorio sobre el cese de la emisión del billete de 500 euros que —dado el papel internacional del euro y la confianza generalizada de que gozan los billetes en euros— continuará siendo de curso legal, al igual que las demás denominaciones de billetes en euros, y, en consecuencia, podrá seguir utilizándose como medio de pago y depósito de valor. Todos los billetes de la primera serie (incluidos los de 500 euros) mantendrán su valor indefinidamente, ya que podrán canjearse en los BCN de la zona del euro durante un período de tiempo ilimitado.

El BCE y los BCN de la zona del euro seguirán ayudando al sector de máquinas de tratamiento de billetes con los preparativos para la introducción de los nuevos billetes de 100 euros y 200 euros.

7 Estadísticas

El BCE, en colaboración con los bancos centrales nacionales (BCN), elabora, recoge, compila 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 Sistema Europeo de Bancos Centrales (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 2017, el SEBC siguió proporcionando regularmente estadísticas de la zona del euro de forma fluida y puntual. Además, dedicó esfuerzos considerables a satisfacer las nuevas exigencias de información estadística muy puntual, de alta calidad y más detallada a escala de países, sectores e instrumentos.

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

En 2017, el BCE comenzó a publicar estadísticas de los mercados monetarios de la zona del euro basadas en los datos granulares recopilados en virtud del [Reglamento BCE/2014/48](#). Estas estadísticas se refieren al segmento no garantizado del mercado e incluyen el volumen total de operaciones y el tipo de interés medio ponderado durante el período de mantenimiento de reservas, así como el volumen medio diario durante el período, desglosados por sector de contrapartida, tipo de operación y plazo (63 nuevas series). El objetivo de estas publicaciones es aumentar la transparencia de los mercados y, por tanto, mejorar el funcionamiento de los mercados monetarios.

El BCE también empezó a publicar estadísticas sobre las empresas de seguros, recopiladas conforme al [Reglamento BCE/2014/50](#). Estas estadísticas, en las que se describe la evolución de los balances de las empresas de seguros de la zona del euro, se actualizan trimestralmente.

En 2017, el SEBC estableció normas claras relativas a la publicación de los tipos de interés aplicados por las instituciones financieras monetarias (IFM) y los volúmenes de operaciones, con el fin de garantizar la publicación de estadísticas nacionales adecuadas y comparables a escala del SEBC sobre los tipos de interés aplicados por estas instituciones. En consecuencia, el número de series sobre esta categoría que se publican en el [Statistical Data Warehouse del BCE](#) ha aumentado en 1.840.

El conjunto de datos bancarios consolidados a disposición del público se amplió de forma significativa en noviembre de 2017 y ahora incorpora nuevos detalles sobre balances, rentabilidad, calidad de los activos, liquidez y adecuación del capital.

El BCE también comenzó a publicar datos del balance agregado de la zona del euro correspondientes a las instituciones financieras que conceden préstamos y créditos a hogares y a sociedades no financieras residentes en la zona del euro. Los datos, que se publican anualmente —y en algunos países también con periodicidad trimestral—, incluyen tanto los saldos vivos como las diferencias en estos saldos ajustados por reclasificaciones.

En la base de datos de carácter macroprudencial (Macroprudential Database o MPDB) se incorporó un nuevo conjunto de indicadores relacionados principalmente con el sector bancario, con lo que el número total de indicadores disponibles supera los 300. Prosiguen los trabajos para seguir ampliando esta base, en particular en áreas que presentan lagunas de información.

7.2 Otras innovaciones estadísticas

Un nuevo Reglamento del BCE abordará directamente las obligaciones de presentación de información de todos los fondos de pensiones residentes en la zona del euro incluidos en el ámbito de la definición estadística recogida en el Reglamento. El [Reglamento sobre las obligaciones de información estadística de los fondos de pensiones](#) subsanará las deficiencias observadas en las estadísticas trimestrales publicadas desde junio de 2011, en particular la difusión limitada de los datos de las operaciones debido a la insuficiencia de la calidad de la información. Por tanto, los nuevos datos respaldarán mejor los análisis monetarios y financieros del SEBC y su contribución a la estabilidad del sistema financiero.

Durante la preparación del documento se celebraron varias reuniones con la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés) y el sector de los fondos de pensiones, representado por PensionsEurope. El Reglamento contempla la recopilación de información armonizada sobre los activos y pasivos de los fondos de pensiones, desagregada por área geográfica de las contrapartes, sector y plazo. Los datos sobre los saldos y las operaciones se elaborarán con periodicidad trimestral. Tras conocerse los resultados de la [consulta](#)

[pública](#) que se llevó a cabo entre finales de julio y finales de septiembre de 2017 y la respuesta de la Comisión Europea, a principios de 2018 se presentó un proyecto de reglamento actualizado al Consejo de Gobierno. El Reglamento fue adoptado por el Consejo de Gobierno el 26 de enero de 2018 y se publicó en el Diario Oficial el 17 de febrero. La información para la elaboración de estas nuevas estadísticas empezará a presentarse al BCE en 2019.

El 21 de septiembre de 2017, el BCE anunció que publicará un tipo de interés de depósito a un día antes de 2020 basándose en los datos recopilados de conformidad con el Reglamento relativo a las estadísticas de los mercados monetarios. Este tipo de interés complementará los tipos de referencia existentes producidos por el sector privado y servirá de respaldo para los mismos. En los dos próximos años, el BCE definirá las principales características del tipo de interés, desarrollará la metodología de cálculo y someterá a prueba su robustez. Durante ese período, el BCE garantizará la transparencia en sus comunicaciones, que incluirán consultas públicas.

En 2017, el control de calidad de las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM se vio reforzado por: i) un conjunto de buenas prácticas y una guía para la realización de controles de calidad; ii) la primera encuesta del SEBC sobre cuestiones relacionadas con la calidad de los datos de los BCN, que se actualizará cada dos años, y iii) un marco reforzado de cumplimiento para estas estadísticas. En enero de 2017 se publicó en el sitio web del BCE una versión actualizada del manual sobre las estadísticas de los tipos de interés de las IFM⁸¹, que refleja las mejoras aplicadas a estas estadísticas en los últimos años.

En 2017 se iniciaron los trabajos de actualización del [Reglamento del BCE sobre estadísticas de pagos](#) con el objetivo de mejorar la presentación de información estadística sobre pagos para garantizar que las estadísticas conserven su vigencia y utilidad. En esta revisión se tendrá en cuenta la evolución reciente de la legislación europea aplicable, así como las últimas innovaciones en el mercado de pagos minoristas.

El enfoque de largo plazo que adoptan el SEBC y su Comité de Estadísticas con respecto a la recogida de datos de las entidades de crédito tiene por objeto estandarizar e integrar, en la medida de lo posible, los marcos estadísticos del SEBC en los distintos ámbitos y países. Esto debería reducir la carga informadora de las entidades, facilitar la automatización del tratamiento de conjuntos de datos cada vez más amplios y detallados, y mejorar la calidad de la información. Las dos iniciativas principales a este respecto son el diccionario de información integrada de las entidades de crédito (BIRD, en sus siglas en inglés)⁸² y el marco europeo de información integrada de las entidades (ERF, en sus siglas en inglés). En 2017, la fase piloto del BIRD, que proporciona a las entidades de crédito definiciones estándar y reglas de transformación para ayudarles en la presentación de información a las autoridades, llegó a su fin con la descripción de los requerimientos

⁸¹ Véase «[Manual on MFI interest rate statistics](#)», BCE, enero de 2017.

⁸² Para más información, véase el [sitio web del BIRD](#).

aplicables a AnaCredit y a las estadísticas sobre carteras de valores. También se inició la siguiente fase relativa a la incorporación de las exigencias de presentación de información financiera de la Autoridad Bancaria Europea (ABE). El BIRD se considera un «bien público» que se pone a disposición de las entidades de crédito y de todas las partes interesadas (por ejemplo, empresas que desarrollan paquetes de *software* para la presentación de información financiera), y su adopción es voluntaria. En cuanto al ERF —que con el tiempo pretende integrar la presentación de información de distintos ámbitos y países—, en 2017 comenzó a prepararse un análisis coste-beneficio con vistas a evaluar su impacto en la oferta y en la demanda, en estrecha colaboración con el sector bancario y todas las demás partes interesadas.

La capacidad de la Base de Datos del Registro de Instituciones y Filiales (RIAD, en sus siglas en inglés) del SEBC se está ampliando con el objetivo de incorporar la información necesaria para el proyecto AnaCredit (por ejemplo, datos sobre las sociedades no financieras) y para satisfacer otras necesidades a nivel de usuario del SEBC y de la supervisión bancaria europea. Esta base de datos, que es el principal vínculo entre los distintos conjuntos de datos granulares existentes (la base de datos de carteras de valores negociables [*Securities Holdings Statistics Database* o SHSDB], la base de datos centralizada de valores [*Centralised Securities Database* o CSDB] y AnaCredit), permite agrupar toda la información pertinente. Asimismo, a finales del primer trimestre de 2018 se concluyó la mejora del sistema RIAD, y la orientación del BCE relativa a esta base de datos debería completarse en el segundo trimestre de 2018.

En junio de 2017, la Dirección General de Estadística implantó una nueva estructura organizativa, preparando el terreno para optimizar la producción de microdatos a una escala mucho mayor que antes y para avanzar en la elaboración de estadísticas macroeconómicas de alta calidad. La Data Integration and Services Section, sección creada recientemente, sirve de centro de coordinación para la integración de datos y presta servicios comunes de datos. Uno de sus principales logros hasta la fecha es el inventario de datos del BCE, que ayuda a los usuarios a descubrir y acceder a datos del BCE guardados en múltiples aplicaciones. En la actualidad hay varios proyectos piloto en marcha, que están promoviendo la colaboración y la comparabilidad entre los estudios realizados por diversas áreas de negocio. Estos proyectos se centran en temas como el acceso a los datos, los identificadores de las entidades de crédito y la combinación de conjuntos de datos para analizar mejor la financiación y los activos de las entidades. Se están dedicando esfuerzos considerables a la introducción de normas internacionales en materia de datos con vistas a reducir la carga informadora y aumentar la calidad y la coherencia de los datos.

En 2017, el Comité Ejecutivo del BCE creó un nuevo comité de datos (Data Committee), presidido por el director general de Servicios, que reúne a altos directivos de áreas donde se elaboran y se manejan datos, con el fin de definir y dirigir la aplicación de la estrategia de gestión de datos del BCE, y de coordinar las actividades de la institución relacionadas con la estandarización de datos. El Data Steward Group, grupo que cuenta con representantes de todas las áreas de negocio

donde se producen y se manejan datos, está contribuyendo activamente al desarrollo y alineación en todo el BCE de aspectos relacionados con la gestión de datos, entre ellos, la estructura de datos y los metadatos, y el acceso a los datos.

En 2017, el BCE siguió mejorando el acceso y la facilidad de uso de sus estadísticas. Aunque las estadísticas del BCE pueden consultarse en el Statistical Data Warehouse, se han añadido nuevas visualizaciones de la evolución de la financiación y de la inversión en la zona del euro, datos de supervisión bancaria y notas estadísticas en el sitio web «[Nuestras estadísticas](#)». Los usuarios ya pueden compartir las visualizaciones incorporándolas a sitios web, blogs y otros foros digitales. Este subconjunto de estadísticas puede visualizarse con facilidad en cualquier dispositivo, como un ordenador, una tableta, un teléfono inteligente u otro dispositivo móvil.

Recuadro 10

Cooperación europea e internacional en materia de estadísticas

El BCE, en estrecha colaboración con Eurostat, ha continuado desarrollando el control de calidad necesario de las estadísticas utilizadas a efectos del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM). El PDM se estableció en 2011 como parte del paquete legislativo sobre gobernanza económica denominado *six-pack* para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos en la UE.

El PDM incluye un cuadro integrado por catorce indicadores principales (y 28 indicadores auxiliares) que se utilizan para la detección temprana de desequilibrios macroeconómicos existentes o incipientes en los Estados miembros. Los indicadores del PDM se obtienen a partir de las estadísticas económicas y financieras elaboradas por el Sistema Estadístico Europeo (SEE) y por el SEBC, y transmitidas posteriormente a Eurostat.

El SEE y el SEBC aplican constantemente mecanismos de control de la calidad para asegurar que las estadísticas cumplen las normas de calidad necesarias para utilizarlas con fines de política. El SEE, el SEBC, Eurostat y el BCE colaboran estrechamente para garantizar que se dispone de datos estadísticos fiables para el PDM.

Varios indicadores del PDM (por ejemplo, el saldo de la balanza por cuenta corriente y la deuda del sector privado) se basan en estadísticas que incluyen datos de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional y las cuentas financieras, es decir, estadísticas que en la mayoría de los Estados miembros son recopiladas por los BCN. En noviembre de 2016, Eurostat y la Dirección General de Estadística del BCE firmaron un [Memorando de Entendimiento](#) sobre el control de calidad de las estadísticas, en el que se establecen los mecanismos de trabajo para la cooperación entre Eurostat y el BCE, así como que el BCE se encargará del control de la calidad de los datos recogidos por los BCN.

A tal fin, ya se ha implantado plenamente un sistema de informes de calidad de tres niveles, que incluyen informes nacionales de autoevaluación (nivel 3) en los que se describen los principales aspectos relativos a la calidad de las estadísticas (autoevaluación realizada por las autoridades nacionales); informes de calidad de ámbitos específicos (nivel 2), redactados por el BCE y Eurostat, y un informe resumen —elaborado conjuntamente por Eurostat y el BCE y que se publica anualmente— en el que se evalúa la calidad de las estadísticas utilizadas a efectos del PDM (nivel 1).

En 2017, el BCE comenzó a proporcionar a Eurostat conjuntos de datos sometidos al control de calidad, incluida información adicional detallada sobre hechos importantes y revisiones que han tenido un impacto sobre los datos nacionales. Para seguir mejorando la calidad estadística en el tiempo se analizan la calidad de los datos producidos y la coherencia de los conjuntos de datos. En el Memorando de Entendimiento también se prevén visitas del BCE y de Eurostat a los BCN y a las oficinas nacionales de estadística para ayudarles a evaluar la calidad de la producción de datos. Las primeras visitas tuvieron lugar a finales de 2017.

El BCE ha establecido una fructífera cooperación con la Autoridad Bancaria Europea (ABE), que se ha fortalecido aún más desde 2014 tras la introducción del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Esto resulta especialmente evidente en el área de datos de supervisión bancaria, ya que el BCE ahora es responsable de organizar los procesos relativos a la recopilación y la revisión de la calidad de los datos que presentan las entidades supervisadas de conformidad con el [Reglamento Marco del MUS](#). La ABE se encarga de preparar y mantener las normas técnicas de ejecución (NTE) en relación con la comunicación de información con fines de supervisión y la publicación de información, en estrecha colaboración con las autoridades nacionales competentes (ANC).

La ABE es también una importante parte interesada en el flujo de información supervisora procedente de las entidades declarantes (el «enfoque secuencial»), dado que el BCE le envía un subconjunto de datos. Esto ha generado una serie de procesos de trabajo asociados, como la creación de fichas identificativas para cada entidad declarante. Al mismo tiempo, el BCE participa en el ejercicio de transparencia de la ABE como parte interesada en el flujo de información y en los correspondientes controles de calidad de los datos.

La cooperación con la ABE también incluye la participación de expertos del BCE en los grupos de trabajo pertinentes de la ABE encargados de la información con fines de supervisión, así como en los trabajos conjuntos relacionados con la calidad de los datos, por ejemplo, el mantenimiento y la comprobación de las normas de validación de los datos, el desarrollo de controles de verosimilitud y la interacción en las evaluaciones de la calidad de los datos. Asimismo, el BCE presta ayuda en aspectos relativos a la gobernanza de la calidad de los datos, por ejemplo, contribuyendo a las preguntas y respuestas sobre la interpretación de las obligaciones de presentación de información.

También cabe mencionar que la ABE apoya las iniciativas estratégicas a medio plazo del BCE —por ejemplo, el BIRD y el ERF— encaminadas a reducir la carga informativa de las entidades de crédito.

El BCE también colabora con otras organizaciones en diversos contextos, por ejemplo:

- ha suscrito acuerdos de intercambio de datos con el Fondo Monetario Internacional para los programas nacionales y europeos de evaluación del sector financiero del Fondo;
- participa en el Comité de Coordinación de las Actividades Estadísticas de las Naciones Unidas y en el Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales del Banco Internacional de Pagos, cuyo objetivo en ambos casos es mejorar la coordinación y cooperación entre las autoridades estadísticas, incluidos los bancos centrales, a escala europea y/o mundial, y en los que se tratan aspectos como el funcionamiento eficaz del sistema estadístico, normas y plataformas comunes, y el desarrollo de metodologías.

Por último, el BCE brinda a otras autoridades oportunidades de aprendizaje y formación a través de talleres, seminarios y presentaciones, dirigidos a organizaciones pertenecientes y no pertenecientes al SEBC y al MUS, por ejemplo, las ANC y los BCN de países no pertenecientes a la UE, con vistas a su posible incorporación a la UE en el futuro.

Recuadro 11

El desarrollo de AnaCredit: características principales

AnaCredit, acrónimo de *analytical credit datasets* (base de datos analítica de crédito), es una iniciativa para recopilar y poner a disposición de una gran variedad de usuarios información granular (préstamo a préstamo) de carácter analítico sobre crédito y riesgo crediticio de préstamos bancarios concedidos a empresas y a otras personas jurídicas. Los nuevos datos favorecerán el desempeño de las funciones del SEBC y contribuirán notablemente a la elaboración de nuevas estadísticas del SEBC y a la mejora de las existentes. Los datos granulares sobre el crédito a la economía y las exposiciones de las entidades de crédito se utilizarán en una amplia gama de análisis en los que los datos agregados ya no se consideran suficientes. La armonización de conceptos y definiciones es un aspecto muy importante para asegurar un alto grado de comparabilidad de los datos de los distintos países. AnaCredit supondrá una mejora significativa del valor de los análisis del crédito y del riesgo crediticio en la zona del euro al proporcionar información detallada, puntual y plenamente armonizada sobre los préstamos concedidos a todas las personas jurídicas. Además, la confidencialidad de los datos estará adecuadamente protegida, ya que solo podrán acceder a los datos granulares los usuarios que tengan necesidad de conocerlos. Otros usuarios tendrán acceso a datos semiagregados en los que no se puede identificar a las entidades individuales.

AnaCredit servirá para analizar exhaustivamente el crédito y el riesgo de crédito en la zona del euro. Gracias a su cobertura de préstamos —en particular de los concedidos a sociedades no financieras—, esta base de datos permitirá comprender mejor el canal de transmisión de la política monetaria, concretamente en relación con las pequeñas y medianas empresas que constituyen la columna vertebral de la economía en términos de oportunidades de inversión y de empleo. AnaCredit también puede beneficiar a las entidades declarantes, a través de la información de retorno, al aumentar su capacidad de evaluar la solvencia de los prestatarios en toda la zona del euro, y les permitirá efectuar un análisis más amplio y sólido de sus propias exposiciones. Actualmente se está definiendo la información de retorno en el contexto de AnaCredit, que será establecida por los BCN que así lo decidan.

En mayo de 2016, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó el [Reglamento de AnaCredit](#), que establece el marco jurídico para la recopilación, por parte del SEBC, de datos granulares sobre los préstamos concedidos por entidades de crédito. De conformidad con el Reglamento, a partir de septiembre de 2018, más de 4.000 entidades de crédito de la zona del euro y otras de Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona comenzarán a transmitir a sus BCN (y, a través de ellos, al BCE) datos individuales sobre las exposiciones al riesgo de crédito que entren dentro del ámbito de aplicación del Reglamento. Alrededor de otras 1.600 entidades, en particular entidades pequeñas, quedarán parcial o totalmente exentas de presentar dicha información. Se estima que cada mes se enviarán entre 50 y 70 millones de registros relacionados con unos 15 millones de contrapartes, la mayoría empresas. De hecho, los datos sobre las contrapartes empezarán a

enviarse seis meses antes —a partir de abril de 2018— para contribuir a paliar las dificultades iniciales. Los miembros del Eurosistema compartirán la misma base de datos de crédito de carácter analítico y otros BCN de la UE pueden optar por presentar datos similares basados en las mismas definiciones, por lo que tendrían acceso en condiciones de reciprocidad. El marco de declaración de la información es el resultado de análisis exhaustivos y debates en el seno del SEBC que incluyeron varias rondas de consultas con los usuarios (entre ellos, el sector financiero y otras partes interesadas), en particular para valorar los costes y los beneficios y para calibrar la información que debe presentarse, por ejemplo, para garantizar la proporcionalidad. El marco de declaración de la información final representa un equilibrio entre las necesidades de los usuarios de diversas áreas de banca central y los costes asociados de implementación, recopilación y tratamiento de los datos necesarios.

AnaCredit incluirá 88 atributos de préstamos (la mayoría se actualizarán mensualmente) basados en conceptos y definiciones totalmente armonizados que serán aplicables en todos los países que participen. Los atributos abarcan todas las partes de un contrato de préstamo (prestamistas, prestatarios, avalistas) e incluyen datos estables —como actividad económica, tamaño de la empresa, volumen de negocios anual o fechas de formalización y amortización de préstamos— y datos dinámicos, por ejemplo, saldo vivo, situación de impago (*default*) del instrumento y de la contraparte, importes vencidos o probabilidad de impago (*default*) de la contraparte. El umbral de presentación de información se ha fijado en 25.000 euros por prestatario de una misma entidad de crédito.

Los datos de crédito se combinarán con un registro de todas las personas jurídicas y otras unidades institucionales (como sucursales extranjeras), que permitirá la identificación única de unos 15 millones de contrapartes (prestamistas, prestatarios y avalistas) y ofrecerá un alto grado de armonización de conceptos y definiciones, permitiendo calcular correctamente la deuda total de un prestatario (entidad jurídica o grupo) frente a sus prestamistas (entidades de crédito). Las entidades de crédito, en calidad de posibles usuarios de los datos granulares de crédito (a través de la información de retorno donde se establezca), también podrán realizar un análisis más detallado y riguroso de sus propias exposiciones.

Desde que se adoptó el Reglamento de AnaCredit en mayo de 2016, el Comité de Estadística del SEBC, con la colaboración del Grupo de Trabajo sobre AnaCredit, ha desarrollado una labor metodológica significativa, incluida la elaboración del Manual de AnaCredit, de 570 páginas, que contiene información y orientaciones detalladas sobre las obligaciones de información de AnaCredit. El objetivo general del Manual es ayudar a las entidades de crédito a preparar la automatización de la presentación de información de forma adecuada desde un punto de vista metodológico y garantizar una aplicación coherente y eficaz del marco estadístico de AnaCredit en toda la zona del euro de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento. El Manual consta de las tres partes siguientes:

- Parte I (publicada en noviembre de 2016), donde se explica la metodología general de AnaCredit y se facilita información sobre la población informadora y su estructura, incluida una descripción general del modelo de datos subyacente;
- Parte II (publicada en febrero de 2017), en la que se describen con detalle todos los conjuntos de datos y sus atributos recopilados en AnaCredit y se dan instrucciones específicas sobre cómo declarar la información;

- Parte III (publicada en mayo de 2017), donde se presenta una selección de casos prácticos y escenarios que requieren una explicación más detallada.

El Manual, sobre el que se recibieron comentarios del sector, se está complementando con más trabajos metodológicos para ofrecer explicaciones detalladas a través del proceso de preguntas y respuestas. Concretamente, las entidades de crédito y otras partes interesadas pueden enviar preguntas al BCN correspondiente en cualquier momento. El BCN prepara una respuesta, a menudo conjuntamente con el BCE, que habitualmente se comparte con otros BCN. En agosto de 2017 se publicó en el sitio web del BCE una selección de preguntas y respuestas que se actualiza periódicamente.

El Comité de Estadísticas del SEBC y el Grupo de Trabajo sobre AnaCredit también han definido validaciones para contribuir a automatizar la transmisión de los datos y establecer normas de calidad mínimas para su envío por parte de las entidades de crédito. Estas validaciones permiten identificar y procesar correctamente los datos. En agosto de 2017 se publicó una selección en el sitio web del BCE.

Por último, mientras el Reglamento de AnaCredit contiene normas vinculantes sobre la declaración de las entidades de crédito a su BCN respectivo, en la [Orientación del BCE](#) se indica cómo deben presentar los BCN al BCE los datos de crédito en el llamado «reporte secundario». En particular, la Orientación proporciona información detallada sobre la transmisión al BCE de datos de crédito y de datos de referencia de las contrapartes recopilados en virtud del Reglamento.

Como se indica en el preámbulo del Reglamento de AnaCredit, la iniciativa puede ampliarse en fases posteriores para incluir a otros prestamistas, prestatarios e instrumentos.

8 Investigación económica

La investigación económica de calidad contribuye a proporcionar fundamentos sólidos para las políticas del BCE. Durante 2017, la actividad investigadora del BCE aportó nuevos resultados para un conjunto de retos importantes en materia de política económica. Además, las actividades desarrolladas por tres nuevos grupos (*clusters*) de investigación y dos redes de investigación favorecieron la colaboración dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)⁸³.

8.1 Prioridades de investigación del BCE

En 2017, los grupos de investigación del BCE se centraron en un conjunto bien definido de áreas de investigación prioritarias. Un foco de atención importante fue la transmisión de las medidas de política monetaria no convencionales en un entorno de tipos de interés negativos. Los trabajos pusieron de relieve la importancia de estas medidas para contrarrestar las consecuencias económicas de perturbaciones

⁸³ 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.

financieras adversas, reduciendo la incertidumbre en los mercados y mejorando el acceso a la financiación bancaria de las pequeñas y medianas empresas. La política monetaria no convencional y las interacciones entre el sector financiero y el sector real de la economía también ocuparon un lugar destacado en la investigación orientada a mejorar los modelos multipaís y del conjunto de la zona del euro del BCE que se utilizan para realizar previsiones y análisis de política monetaria. Otras áreas prioritarias fueron la identificación de factores que pueden ayudar a explicar la persistencia de bajos niveles de inflación en la zona del euro y los trabajos centrados en el diseño de los mecanismos institucionales y de política para reforzar la Unión Económica y Monetaria (UEM).

En 2017 también se realizaron importantes trabajos de investigación sobre política macroprudencial. Un avance importante en este sentido fue la calibración del denominado «modelo 3D» para incluir a todos los países del Mecanismo Único de Supervisión. El modelo presenta tres niveles de riesgo de impago (para entidades de crédito, sociedades no financieras y hogares) y resulta especialmente útil para evaluar la adecuación del capital de las entidades de crédito. Además, se elaboró una versión del modelo con rigideces nominales para analizar la interacción entre las políticas monetaria y macroprudencial.

8.2 Grupos (*clusters*) y redes de investigación del Eurosistema/SEBC

Para reforzar la colaboración entre los investigadores del SEBC, a lo largo de 2017 los jefes de los departamentos de investigación del SEBC decidieron establecer tres nuevos grupos (*clusters*) de investigación. Estos grupos tienen por objeto coordinar los trabajos realizados en áreas de investigación de alta prioridad a través de seminarios periódicos y proyectos de investigación conjunta (véase figura 2). Durante el año, cada uno de los grupos organizó un seminario inaugural al que asistieron investigadores de todo el SEBC, así como expertos externos.

Figura 2
Grupos de investigación del SEBC



Fuente: BCE.
Nota: Estructura de los nuevos grupos de investigación del SEBC conforme a lo decidido por los jefes de los departamentos de investigación del SEBC en 2016.

Durante 2017, dos redes de investigación del Eurosistema/SEBC realizaron avances significativos. La red de investigación sobre dinámica salarial (Wage Dynamics Network o WDN) completó la tercera edición de su encuesta, en la que participaron más de 25.000 empresas de 25 países de la UE. En esa edición se analiza el comportamiento de las empresas en la formación de costes y precios, así como el impacto de diversas reformas estructurales implementadas entre 2010 y 2013 sobre el grado de ajuste del mercado de trabajo. Una de las conclusiones clave de este nuevo estudio es que las principales reformas laborales introducidas en países muy afectados por la crisis realmente han facilitado el ajuste de los mercados de trabajo (véase gráfico 33)⁸⁴.

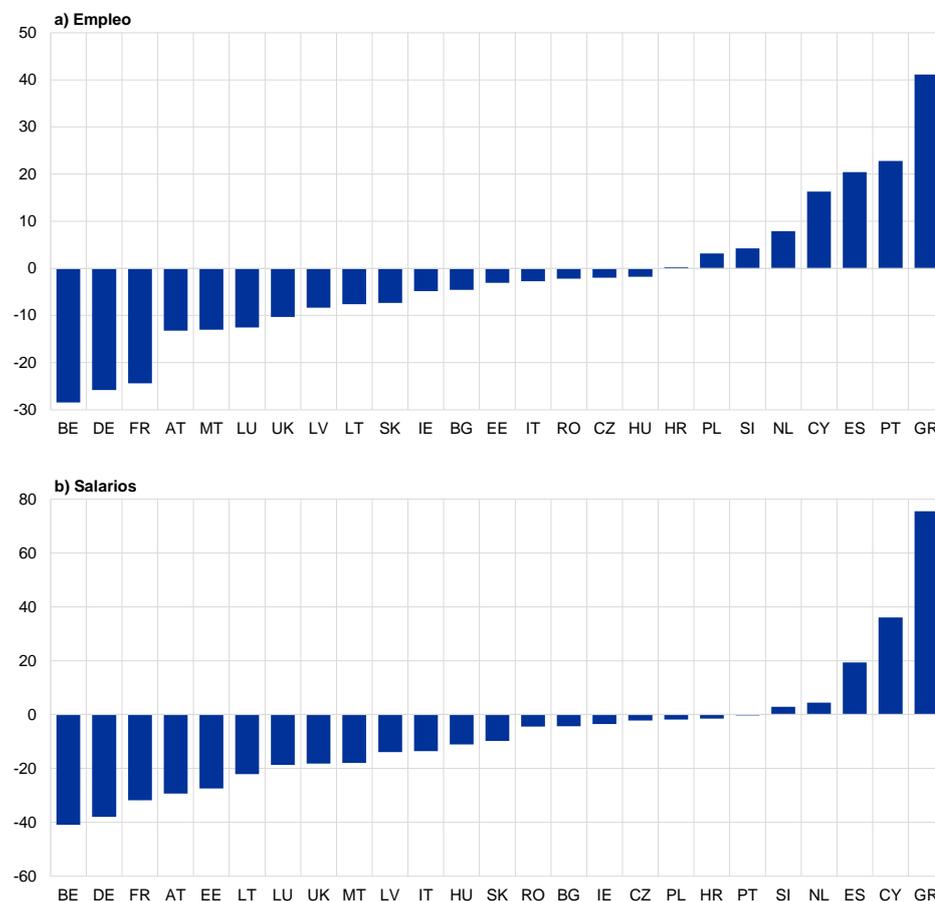
La red sobre la situación financiera y el consumo de los hogares ([Household Finance and Consumption Network](#) o HFCN) coordina la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (Household Finance and Consumption Survey). Tras la publicación de los resultados de la segunda edición de la encuesta a finales de 2016, los trabajos de investigación de esta red se han centrado, entre otros aspectos, en analizar el papel que juega la heterogeneidad de los hogares en la transmisión de la política monetaria y en la estabilidad financiera. Por ejemplo, los investigadores de la HFCN han estimado el impacto del reciente programa de compra de activos (APP) del BCE sobre la desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza. Una conclusión clave es que las medidas adoptadas en el marco del APP solo afectan ligeramente a la desigualdad de la riqueza, pero reducen la desigualdad de la renta al hacer que disminuyan las tasas de paro entre los hogares de renta baja.

⁸⁴ El resumen de los resultados de la encuesta de la WDN puede consultarse en el documento titulado «[Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 192, BCE, junio de 2017. En el [sitio web de la WDN](#) pueden consultarse documentos de trabajo relacionados.

Gráfico 33

Variación neta de la flexibilidad del empleo y de los salarios entre 2010 y 2013

(porcentajes)



Fuente: Wage Dynamics Network.

Notas: Diferencia entre el porcentaje de empresas que afirmó haber ajustado con mayor facilidad el empleo y los salarios ante cambios en la situación económica y el de empresas que señalaron haber experimentado una mayor dificultad. Los valores positivos indican que a un mayor número de empresas les resultó más sencillo—en lugar de más difícil—realizar el ajuste.

8.3 Conferencias y publicaciones

El diálogo con economistas del mundo académico y de otras instituciones responsables de la implementación de la política económica ha adquirido una importancia creciente, dado el aumento exponencial de la complejidad de los temas relevantes para el BCE en los últimos años. Teniendo esto presente, el BCE organizó diversas actividades de investigación de alto nivel en 2017, como el Foro del BCE sobre Banca Central (ECB Forum on Central Banking) celebrado en Sintra y la segunda Conferencia Anual de Investigación del BCE (Annual Research Conference o ARC). El Foro sobre banca central se centró en los principales elementos de la economía real que son relevantes para la política monetaria, en

particular, la inversión y la productividad⁸⁵. En la Conferencia Anual de Investigación de 2017 se presentaron trabajos innovadores sobre cuestiones como los costes de la inflación, los efectos de los tipos de interés negativos, la relación entre la confianza de los agentes económicos y el estancamiento de la economía, y la desigualdad de la riqueza. Otras conferencias destacadas trataron las reformas estructurales acometidas en la zona del euro, la política macroprudencial y la política de comunicación de los bancos centrales.

Muchas de las actividades de investigación del BCE también se han plasmado en la publicación de artículos en revistas académicas y en documentos de trabajo. Durante 2017 se publicaron, en total, 132 trabajos en la serie de documentos de trabajo (*Working Paper Series*) del BCE. Además, se publicaron diversos estudios analíticos sobre cuestiones más operativas de las políticas económicas en la serie de documentos ocasionales (*Occasional Paper Series*), la serie de documentos estadísticos (*Statistics Paper Series*) y la serie de documentos de debate (*Discussion Paper Series*) del BCE. Este conjunto de trabajos de investigación y de análisis de alta calidad también proporcionó las bases para una mejor comunicación de los resultados de la investigación del BCE a un público más amplio, con la publicación de doce artículos en el Boletín de Investigación (*Research Bulletin*) del BCE durante 2017⁸⁶.

9 Asuntos jurídicos

En 2017, el BCE participó en varios procedimientos judiciales a nivel de la UE y también emitió numerosos dictámenes en respuesta a 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 vigilar el cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado.

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

En enero de 2017, el Tribunal General de la Unión Europea (el «Tribunal») desestimó la reclamación por daños y perjuicios presentada por dos entidades francesas (Nausicaa Anadyomène y Banque d'Escompte) contra el BCE en el asunto T-749/15. Los daños y perjuicios solicitados por las entidades estaban relacionados con el recorte que afectó a determinada deuda soberana griega que habían adquirido en el contexto de una reestructuración parcial de dicha deuda en

⁸⁵ Todos los trabajos, discusiones y discursos presentados en el Foro de Sintra pueden consultarse en el [libro electrónico de la conferencia](#) y los vídeos de todas las sesiones pueden verse en el [canal de YouTube](#) del BCE.

⁸⁶ El *Research Bulletin* del BCE es una plataforma web donde se difunden resultados de investigación relevantes a un público más amplio. Los números de esta publicación están disponibles en el [sitio web del BCE](#).

2012. Los principales motivos invocados contra el BCE fueron una supuesta vulneración de los siguientes principios: i) confianza legítima y seguridad jurídica; ii) igualdad de trato y no discriminación, y iii) buena administración.

En su sentencia, el Tribunal desestimó el recurso y, por tanto, excluyó de toda responsabilidad al BCE, confirmando lo que ya había indicado con respecto a las personas físicas que habían adquirido títulos de deuda griegos (véase el asunto T-79/13, *Accorinti y otros/BCE*). El Tribunal sostuvo que el BCE no está obligado a reparar el perjuicio supuestamente sufrido por los bancos que tenían títulos de deuda de Grecia en el marco de la reestructuración de la deuda de ese país en 2012. En primer lugar, consideró que los bancos comerciales no pueden invocar el principio de protección de la confianza legítima ni el principio de seguridad jurídica en un ámbito como el de la política monetaria, cuyo objetivo comporta una constante adaptación para reflejar los cambios en la situación económica. Según el Tribunal, ninguna declaración ni acto del BCE puede interpretarse en el sentido de que se ha animado a los inversores a adquirir o conservar títulos de deuda griegos.

El Tribunal también confirmó que el principio general de igualdad de trato no es aplicable, ya que los bancos comerciales que adquirieron títulos de deuda griegos para obtener beneficios, por una parte, y el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) que actuaron en el ejercicio de sus funciones de interés público, por otra, no se hallaban en una situación comparable.

En marzo de 2017, el Tribunal se pronunció sobre un recurso por omisión presentado por una empresa portuguesa (*Comprojecto – Projectos e Construções, Lda.*) y otros contra el BCE, en el asunto T-22/16, en el que simultáneamente se solicitaba la anulación de la correspondiente decisión que, según se alegó, fue adoptada tácitamente por el BCE al negarse a actuar. Los demandantes también solicitaron una indemnización por el perjuicio económico causado como consecuencia de la supuesta inacción del BCE.

Los demandantes argumentaban que habían enviado un escrito de reclamación al BCE en relación con una entidad de crédito y que este se habían negado a actuar al respecto, dado que dicho escrito se había devuelto al remitente.

El Tribunal estimó que el recurso era manifiestamente inadmisibles y carente de fundamento jurídico alguno en lo referente tanto a la omisión como a la anulación. Con respecto a la primera pretensión, el Tribunal consideró que un recurso por omisión solo es admisible si, antes de interponer el recurso, la institución de la Unión demandada ha sido requerida previamente para que actúe. Sin embargo, los recurrentes no habían aportado pruebas suficientes de que el BCE hubiera recibido realmente la reclamación. En cuanto a la solicitud de anulación, el Tribunal concluyó que el intento de notificar al BCE había sido infructuoso y, por tanto, la devolución de la reclamación a los recurrentes por los servicios postales no podía interpretarse como un acto del BCE en virtud del cual esta institución se hubiera negado a actuar. Por último, en consecuencia, al no haber solicitado al BCE que actuase, los demandantes no demostraron ninguna omisión o negativa a actuar de esta institución que pudiera generar responsabilidad por parte de la Unión; por tanto, se consideró que no se cumplían las condiciones para solicitar una indemnización por perjuicios económicos.

En julio de 2017, el Tribunal Constitucional Federal alemán (el «Tribunal Constitucional») suspendió los procedimientos relativos a varios recursos constitucionales que se habían interpuesto en relación con el programa ampliado de compra de activos (APP). El Tribunal Constitucional planteó cuestiones prejudiciales al Tribunal de Justicia de la Unión Europea (el «Tribunal de Justicia») y solicitó la aplicación del procedimiento acelerado.

El Tribunal de Justicia rechazó la solicitud de procedimiento acelerado. En noviembre de 2017, el BCE presentó sus observaciones escritas. Aún no se ha fijado una fecha para la vista oral. Basándose en la respuesta del Tribunal de Justicia a las cuestiones prejudiciales planteadas, el Tribunal Constitucional se pronunciará sobre la compatibilidad del programa de compras de valores públicos (PSPP), según la interpretación del Tribunal de Justicia, con la Constitución alemana (la Ley Fundamental).

9.2 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 competencia⁸⁷. 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 2017, el BCE adoptó siete dictámenes sobre propuestas de legislación de la UE y 47 dictámenes sobre proyectos de legislación nacional que entraban en su ámbito de competencia.

En relación con la UE, los dictámenes más significativos⁸⁸ adoptados por el BCE hacen referencia a una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento (UE) n.º 1095/2010 y el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las entidades de contrapartida central (ECC), las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de ECC de terceros países ([CON/2017/39](#)), a ciertas modificaciones del régimen de la Unión en cuanto a los requisitos de capital de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión ([CON/2017/46](#)), a revisiones del régimen de gestión de crisis de la Unión

⁸⁷ De conformidad con el Protocolo (n.º 15) sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, que se anexa a los Tratados, la obligación de consultar al BCE no se aplica al Reino Unido.

⁸⁸ Los demás dictámenes son: [CON/2017/22](#) sobre una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre marcos de reestructuración preventiva, segunda oportunidad y medidas para aumentar la eficacia de los procedimientos de condonación, insolvencia y reestructuración, y por la que se modifica la Directiva 2012/30/UE, y [CON/2017/42](#) sobre una propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo relativo a la obligación de compensación, la suspensión de la obligación de compensación, los requisitos de notificación, las técnicas de reducción del riesgo en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central, la inscripción y la supervisión de los registros de operaciones y los requisitos aplicables a los registros de operaciones.

([CON/2017/47](#)), a una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/59/UE en lo que respecta al orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en caso de insolvencia ([CON/2017/6](#)) y a una propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a un marco para la recuperación y la resolución de entidades de contrapartida central y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 648/2012 y (UE) 2015/2365 ([CON/2017/38](#)).

Varias consultas planteadas por las autoridades nacionales se referían a las limitaciones de los pagos en efectivo por encima de determinados umbrales⁸⁹ y a la regulación y determinación de las infraestructuras críticas⁹⁰.

El BCE emitió dictámenes relativos a BCN, entre ellos, sobre la atribución de nuevas funciones a los BCN⁹¹, la participación de un BCN en los programas del Fondo Monetario Internacional⁹², la independencia financiera de un BCN⁹³, la auditoría de las operaciones de un BCN⁹⁴, la modificación del estatuto de un BCN en lo que respecta al número de miembros de su consejo⁹⁵, la reforma del régimen de toma de decisiones de un BCN⁹⁶, la posible responsabilidad de un BCN por daños causados en el ejercicio de sus facultades de supervisión de los proveedores de servicios de pago⁹⁷, el procedimiento aplicable a las decisiones de un BCN en el marco del Mecanismo Único de Supervisión⁹⁸, la función de vigilancia de un BCN en relación con los sistemas de pago, los esquemas de pagos, los depositarios de valores y los sistemas de compensación y liquidación⁹⁹, disposiciones sobre remuneración y pensiones de los empleados de un BCN¹⁰⁰, el método de compensación y liquidación interbancaria aplicado por un BCN¹⁰¹, la propiedad de la entidad especial dedicada a la producción de billetes en euros¹⁰², la exclusión de los derechos de compensación en los créditos aportados como garantía a un BCN¹⁰³, la independencia de los órganos rectores de un BCN en cuestiones de estabilidad financiera¹⁰⁴, el otorgamiento de facultades adicionales a un BCN para imponer sanciones a las entidades que no cumplen las obligaciones de presentación de información a efectos de las estadísticas de la balanza de pagos¹⁰⁵, la aportación

⁸⁹ Véanse [CON/2017/8](#), [CON/2017/18](#), [CON/2017/20](#), [CON/2017/27](#) y [CON/2017/40](#).

⁹⁰ Véanse [CON/2017/10](#) y [CON/2017/31](#).

⁹¹ Véanse [CON/2017/2](#), [CON/2017/3](#), [CON/2017/12](#), [CON/2017/19](#), [CON/2017/32](#) y [CON/2017/43](#).

⁹² Véase [CON/2017/4](#).

⁹³ Véase [CON/2017/17](#).

⁹⁴ Véase [CON/2017/24](#).

⁹⁵ Véase [CON/2017/34](#).

⁹⁶ Véase [CON/2017/51](#).

⁹⁷ Véase [CON/2017/44](#).

⁹⁸ Véase [CON/2017/36](#).

⁹⁹ Véase [CON/2017/5](#).

¹⁰⁰ Véase [CON/2017/49](#).

¹⁰¹ Véase [CON/2017/37](#).

¹⁰² Véase [CON/2017/25](#).

¹⁰³ Véase [CON/2017/23](#).

¹⁰⁴ Véase [CON/2017/23](#).

¹⁰⁵ Véase [CON/2017/23](#).

económica de un BCN a una fundación nacional de investigación, tecnología y desarrollo¹⁰⁶, los instrumentos macroprudenciales¹⁰⁷ y la aplicación de la política monetaria¹⁰⁸ por parte de BCN no pertenecientes a la zona del euro.

El BCE emitió dictámenes sobre diversos aspectos de las actividades de las entidades financieras, incluidas mejoras de la transparencia y la calidad de un régimen de supervisión nacional¹⁰⁹, la reestructuración de préstamos hipotecarios denominados o indicados en divisas¹¹⁰, las ayudas a deudores hipotecarios en situación difícil¹¹¹, la concesión de ayudas públicas extraordinarias al sector bancario¹¹², la imposición de requerimientos mínimos de financiación¹¹³, los requisitos de amortización hipotecaria¹¹⁴, los instrumentos macroprudenciales para contrarrestar los riesgos sistémicos derivados del crédito inmobiliario¹¹⁵, el endurecimiento de las restricciones a los préstamos a partes relacionadas¹¹⁶, los registros centrales de crédito y el registro de cuentas bancarias¹¹⁷, la presentación de información sobre datos de crédito¹¹⁸, la autorización de sistemas de pago¹¹⁹, el régimen jurídico de los bonos garantizados¹²⁰, los fondos de reserva de las fundaciones bancarias¹²¹, la creación de una nueva clase de entidades de liquidación¹²², la creación de una nueva clase de instrumentos de deuda *senior* no preferente en el orden de prioridad de las entidades de crédito en caso de insolvencia¹²³, y los activos fiscales diferidos originados por diferencias temporales¹²⁴.

Asimismo, el BCE emitió dictámenes sobre la reparación por vía judicial de los derechos de ciertos acreedores bancarios cualificados¹²⁵.

Se registraron dos casos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre propuestas de legislación de la Unión y uno se consideró claro e importante. La Comisión Europea no consultó al BCE sobre el Reglamento Delegado relativo al sistema final de contribuciones a los gastos administrativos de la Junta Única de

¹⁰⁶ Véase [CON/2017/26](#).

¹⁰⁷ Véase [CON/2017/14](#).

¹⁰⁸ Véase [CON/2017/30](#).

¹⁰⁹ Véase [CON/2017/35](#).

¹¹⁰ Véanse [CON/2017/9](#) y [CON/2017/48](#).

¹¹¹ Véase [CON/2017/48](#).

¹¹² Véase [CON/2017/1](#).

¹¹³ Véase [CON/2017/23](#).

¹¹⁴ Véase [CON/2017/29](#).

¹¹⁵ Véanse [CON/2017/11](#), [CON/2017/21](#) y [CON/2017/36](#).

¹¹⁶ Véase [CON/2017/50](#).

¹¹⁷ Véanse [CON/2017/13](#) y [CON/2017/28](#).

¹¹⁸ Véanse [CON/2017/33](#) y [CON/2017/36](#).

¹¹⁹ Véase [CON/2017/15](#).

¹²⁰ Véase [CON/2017/36](#).

¹²¹ Véase [CON/2017/19](#).

¹²² Véase [CON/2017/23](#).

¹²³ Véase [CON/2017/23](#).

¹²⁴ Véase [CON/2017/7](#).

¹²⁵ Véanse [CON/2017/16](#) y [CON/2017/41](#).

Resolución. El BCE considera que este es un caso claro e importante de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE, dado que el acto en cuestión le impone obligaciones jurídicas.

Se registraron cinco casos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre proyectos de disposiciones legales nacionales y cuatro se consideraron claros e importantes¹²⁶.

El Ministerio de Economía y Finanzas italiano consultó al BCE sobre el Decreto-ley relativo a medidas urgentes en materia financiera, iniciativas a favor de las autoridades territoriales, otras intervenciones en áreas afectadas por seísmos y medidas de desarrollo y, en particular, sobre disposiciones que establecen la obligación de redondear los pagos en efectivo denominados en euros. Sin embargo, no le dio tiempo suficiente al BCE para examinar el proyecto de disposición legal y adoptar su dictamen antes de la aprobación de la citada norma.

La Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa de España presentó al BCE una solicitud de dictamen sobre el proyecto de Real Decreto-ley de medidas urgentes en materia financiera por el que se establecía una nueva clase de deuda bancaria. Sin embargo, no le dio tiempo suficiente al BCE para examinar el proyecto de disposición legal y adoptar su dictamen antes de la aprobación del Real Decreto-ley.

Las autoridades croatas no consultaron al BCE sobre la ley relativa a la nulidad de los contratos de préstamo que presentan características internacionales celebrados en la República de Croacia con un acreedor no autorizado.

Por último, el Gobierno de los Países Bajos no consultó al BCE sobre la ley que regula la situación jurídica de los empleados públicos, que tiene posibles implicaciones para la independencia del banco central.

Los casos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE por parte de los Países Bajos, España y Croacia se consideraron claros e importantes, y con respecto a Italia se consideró un caso claro, importante y también reiterado.

9.3 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 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 por parte de los bancos centrales nacionales (BCN) de la UE y del BCE. Con arreglo al artículo 123, queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de

¹²⁶ 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 competencia del BCE, y ii) los casos en los que una autoridad nacional consultó formalmente al BCE, pero sin darle tiempo suficiente para examinar el proyecto de disposición legal y adoptar su dictamen antes de la aprobación de dicha disposición.

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 al Consejo de Gobierno, la Comisión Europea supervisa el cumplimiento de estas disposiciones por parte de los Estados miembros.

El BCE también supervisa las adquisiciones realizadas por los bancos centrales de la UE en el mercado secundario de instrumentos de deuda del sector público del Estado miembro de que se trate, del sector público de otros Estados miembros y de organismos e instituciones 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 2017 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 2017, la mayoría de los BCN de la UE disponían de políticas de remuneración de los depósitos del sector público que cumplían plenamente los límites máximos de remuneración. No obstante, algunos BCN deben garantizar que el tipo de interés al que se remuneran los depósitos del sector público no se sitúe por encima del límite, ni siquiera cuando este sea negativo.

En el informe anual del BCE del año pasado se señaló que la creación y la financiación de MARK Zrt., una sociedad de gestión de activos, por parte del Magyar Nemzeti Bank, constituía un incumplimiento de la prohibición de financiación monetaria que debe corregirse. En 2017, el MNB adoptó medidas correctoras y ya no posee ni controla MARK Zrt., pero dado que, en este momento, la operación financiera aún no se ha completado íntegramente, no se puede considerar que el proceso de corrección haya finalizado ni se puede cerrar el asunto oficialmente.

En respuesta a la preocupación reflejada en los informes anuales del BCE a partir de 2014, el BCE continuó realizando un seguimiento de varios programas puestos en marcha por el Magyar Nemzeti Bank en 2014 y 2015. Estos programas no están relacionados con la política monetaria y podrían incumplir la prohibición de financiación monetaria, en la medida en que podría considerarse que, con ellos, el Magyar Nemzeti Bank estaba asumiendo funciones que corresponden al Estado u otorgando otro tipo de ventajas financieras al Estado. Estos programas incluyen un plan para fomentar la educación financiera a través de una red de fundaciones, la transferencia al banco central de empleados que trabajaban anteriormente en la autoridad de supervisión financiera húngara, y un programa de adquisición de obras de arte y bienes culturales húngaros. En 2017, el Magyar Nemzeti Bank adoptó

diversas medidas para aliviar la preocupación del BCE. No obstante, en vista del número, el alcance y la magnitud de estas operaciones, el BCE continuará realizando un estrecho seguimiento del cumplimiento de la prohibición relativa a la financiación monetaria y al acceso privilegiado. Además, el BCE también seguirá realizando un seguimiento de la vinculación del Magyar Nemzeti Bank con la Bolsa de Budapest, ya que la adquisición de una participación mayoritaria en noviembre de 2015 podría seguir planteando problemas de financiación monetaria.

La reducción de los activos relacionados con la IBRC por parte del Central Bank of Ireland durante 2017, principalmente mediante la venta de bonos a tipo de interés variable a largo plazo, supone un avance significativo en la dirección necesaria de enajenación íntegra de estos activos. Un programa de venta más ambicioso podría aliviar en mayor medida los problemas más persistentes y graves relacionados con la financiación monetaria.

10 Cooperación europea e internacional

10.1 Relaciones europeas

En 2017, el BCE siguió manteniendo un estrecho diálogo con instituciones y foros europeos, como el Consejo Europeo, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea. La culminación de la unión bancaria, la profundización de la Unión Económica y Monetaria en términos más generales y las cuestiones relacionadas con el fortalecimiento de la convergencia económica en la zona del euro fueron algunos de los asuntos que figuraron en el orden del día de las reuniones del Eurogrupo y del Consejo ECOFIN en las que participaron el presidente del BCE y otros miembros de su Comité Ejecutivo.

Profundización de la Unión Económica y Monetaria europea

En 2017 se siguió debatiendo acerca del fortalecimiento de la UEM, así como de la trayectoria de la integración europea más en general.

El BCE participó en diversos debates sobre el reforzamiento del marco de gobernanza económica y fiscal. En el contexto de estos debates, el BCE subrayó en reiteradas ocasiones la necesidad de una aplicación coherente a lo largo del tiempo y en los distintos Estados miembros de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y del procedimiento de desequilibrio macroeconómico. En este sentido, los avances realizados hasta ahora no han sido del todo satisfactorios.

La plena observancia de las normas presupuestarias y una coordinación más eficaz de las políticas económicas son requisitos indispensables para que se genere la confianza necesaria entre los Estados miembros a fin de avanzar en la profundización de la UEM.

Por lo que se refiere a la integración financiera europea, se adoptaron varias medidas para impulsar la unión bancaria. El BCE acometió una labor exhaustiva con el fin de establecer la igualdad de condiciones para las entidades de crédito, armonizando en mayor medida las opciones y facultades nacionales contempladas en la Directiva y en el Reglamento de Requerimientos de Capital en los países de la zona del euro. En su condición de supervisor, el BCE también adoptó medidas adicionales para promover la igualdad de condiciones mediante la armonización de las prácticas supervisoras en el conjunto de la zona del euro. Por ejemplo, el BCE publicó una [Guía dirigida a las entidades de crédito](#) sobre cómo abordar el problema de los préstamos dudosos (NPL) en toda la unión bancaria.

Asimismo, en los foros de la UE prosiguieron los trabajos técnicos para avanzar hacia un sistema europeo de garantía de depósitos y un mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución, que se vieron reconocidos en la Comunicación de la Comisión Europea de octubre de 2017 sobre la culminación de la unión bancaria.

Además del trabajo realizado en su condición de supervisor, el BCE también participó en la formulación del acuerdo sobre el orden de prelación de créditos en el que se establece el orden de prioridad de los instrumentos de deuda no garantizada en procedimientos de insolvencia, y en un proyecto de reglamento con disposiciones transitorias para mitigar el impacto sobre el capital regulatorio de la introducción de una nueva norma internacional de contabilidad (NIIF 9).

Como complemento de la unión bancaria, la unión de los mercados de capitales (UMC) europeos podría fomentar la integración financiera basada en capitales, lo que aumentaría la capacidad de resistencia de la UEM a perturbaciones. A este respecto, se realizó una revisión intermedia de la UMC y se adoptaron varios reglamentos, incluidas normas sobre titulización y sobre capital riesgo europeo.

Rendición de cuentas democrática

La independencia del BCE quedó establecida con la ratificación de los tratados de la Unión Europea por parte de los Estados miembros de la UE, que le confirieron un mandato claro: asegurar la estabilidad de precios. La rendición de cuentas es la contrapartida necesaria de esa independencia. La independencia garantiza que el BCE pueda actuar con arreglo a su mandato democrático, protegiéndole de influencias políticas y de cualquier tipo de presión ejercida con estrechez de miras. Por otra parte, la rendición de cuentas asegura que la independencia no se traduzca en arbitrariedad y que el mandato se cumpla.

De conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, el BCE ha de rendir cuentas principalmente ante el Parlamento Europeo como órgano integrado por los representantes elegidos democráticamente por los ciudadanos de la UE. En 2017, el presidente del BCE asistió a cuatro comparecencias ordinarias

ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo¹²⁷. En estas comparecencias, los miembros del Parlamento Europeo se centraron en la política monetaria del BCE (en especial en las medidas no convencionales), el futuro de la UEM y de la UE, y en las políticas relativas al sector financiero. También formularon preguntas sobre los riesgos externos para las perspectivas económicas, entre ellos la incertidumbre política.

El BCE también rinde cuentas mediante la presentación de información periódica y respondiendo a las preguntas escritas que le dirigen los miembros del Parlamento Europeo. Las respuestas del presidente del BCE a las 53 preguntas recibidas en 2017 se publicaron en el sitio web del BCE¹²⁸. En total, el presidente respondió, por escrito u oralmente (durante las comparecencias), a 138 preguntas formuladas por miembros del Parlamento Europeo, lo que refleja el alto nivel de cumplimiento en materia de rendición de cuentas y de transparencia del BCE. La mayoría de las cuestiones planteadas se centraron en la aplicación de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, en los programas de ajuste macroeconómico y en la evolución de los saldos TARGET2.

El BCE también debe rendir cuentas de sus actividades de supervisión bancaria ante el Parlamento Europeo y ante el Consejo de la UE¹²⁹. En el [Informe Anual sobre las actividades de supervisión de 2017 del BCE](#) se proporciona información más detallada.

10.2 Relaciones internacionales

G-20

Con el fortalecimiento de la recuperación económica mundial, la presidencia alemana del G-20 se centró en reforzar la capacidad de resistencia de la economía y en avanzar en los compromisos adquiridos en el pasado. En particular, los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-20 reafirmaron sus anteriores compromisos sobre los tipos de cambio, y los jefes de Estado y de Gobierno de este grupo declararon su intención de seguir luchando contra el proteccionismo. Asimismo, el G-20 intensificó los esfuerzos por vigilar la efectividad de las políticas para promover un crecimiento sólido, sostenible, inclusivo y equilibrado a través de un triple enfoque, manteniendo el énfasis en las reformas estructurales, que siguen siendo cruciales para la mejora de las perspectivas económicas a medio plazo. Del mismo modo, se siguió avanzando en la finalización y la aplicación de la agenda regulatoria, entre otras vías, a través de medidas para reforzar la capacidad de resistencia del sector bancario en la sombra y hacer un

¹²⁷ Los comunicados preliminares pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#).

¹²⁸ Todas las respuestas por escrito del presidente del BCE a las preguntas formuladas por los miembros del Parlamento Europeo se publican en una sección específica del [sitio web del BCE](#).

¹²⁹ Las respuestas por escrito de la presidenta del Consejo de Supervisión del BCE a las preguntas de los miembros del Parlamento Europeo se publican en el [sitio web de Supervisión Bancaria del BCE](#).

seguimiento de los efectos de las reformas de la regulación financiera. El G-20 también avanzó en el ámbito de la cooperación internacional en materia tributaria y de la transparencia financiera, y reiteró su compromiso de fortalecer la arquitectura financiera internacional y la red de seguridad financiera global. El G-20 y otros organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), también han prestado mayor atención a la mejora del sistema que constituye la base de los flujos internacionales de capitales. Por último, el G-20 ha puesto en marcha una iniciativa, «Compact with Africa», para impulsar la inversión privada en todo el continente africano.

Políticas relacionadas con el FMI y con la arquitectura financiera internacional

El BCE siguió participando activamente en debates relacionados con el sistema monetario y financiero internacional en el FMI y otros foros, promoviendo una perspectiva común europea desde la óptica de un banco central.

Se han impulsado diversas iniciativas para fortalecer la red de seguridad financiera global (GFSN, en sus siglas en inglés). En el marco de la revisión de sus instrumentos de préstamo, el FMI introdujo un nuevo instrumento de coordinación de políticas que permite a los países demostrar su compromiso de emprender reformas económicas y obtener financiación de otras fuentes. El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó la adopción de nuevos principios y modalidades de colaboración entre la institución y los acuerdos regionales de financiación (RFA, en sus siglas en inglés), lo que refleja la importancia creciente de estos acuerdos para la GFSN.

En 2017, el FMI dio un paso importante en la vigilancia del sector financiero con la puesta en marcha de su primer Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) de la zona del euro. Este análisis exhaustivo en el que participaron diversas instituciones europeas, como el BCE —tanto en su faceta de banco central como de supervisor—, también servirá como fuente de información para los FSAP a nivel de cada país miembro y los facilitará.

Por lo que se refiere a las cuotas y la gobernanza del FMI, en 2017 se continuó trabajando en la decimoquinta Revisión de Cuotas. Sigue siendo esencial que el FMI se mantenga como una institución fuerte, basada en cuotas y dotada de los recursos adecuados que ocupe un lugar central en el sistema monetario internacional.

Cooperación internacional entre bancos centrales

El BCE reforzó su cooperación con bancos centrales de países no pertenecientes a la UE, en consonancia con el importante papel que desempeña en la economía mundial y también como institución europea.

El Eurosistema mantuvo dos reuniones de alto nivel con bancos centrales de países mediterráneos y de la región del Golfo. Por lo que respecta a la cooperación bilateral, el BCE intensificó su colaboración con el South African Reserve Bank, al tiempo que avanzaron los contactos de alto nivel y el debate a nivel de expertos con los bancos centrales de economías emergentes del G-20 que han suscrito un Memorando de Entendimiento con el BCE. Por último, el BCE continuó ampliando el alcance geográfico de su cooperación, especialmente en América Latina, Asia y África.

Como institución de la UE, el BCE siguió cooperando con los bancos centrales de países con perspectivas de adhesión a la UE, principalmente a través de una serie de seminarios regionales organizados en estrecha colaboración con bancos centrales nacionales de la UE. Por último, el BCE también continuó colaborando estrechamente con bancos centrales nacionales de la UE en relación con la gobernanza de sus actividades de cooperación con bancos centrales de países no pertenecientes a la UE. En 2017, el Consejo de Gobierno y el Consejo General aprobaron un documento titulado «International Central Bank Cooperation: ESCB Best Practices»¹³⁰, en el que se establecen los fundamentos, los principios y las modalidades de cooperación internacional entre bancos centrales a nivel de expertos y de dirección.

11 Comunicación externa

11.1 Las actividades de comunicación son un aspecto crucial de la política del BCE

En reconocimiento de la creciente importancia de la comunicación para la eficacia de las políticas, la rendición de cuentas y la reputación de los bancos centrales, el BCE organizó la primera Conferencia sobre comunicación de los bancos centrales ([ECB Central Bank Communications Conference](#)) en noviembre de 2017. La conferencia congregó a representantes de los bancos centrales, la política, los medios de comunicación, los mercados financieros y el mundo académico para analizar los temas clave de la comunicación de bancos centrales en la actualidad: cómo utilizar la comunicación en aras de la eficacia de las políticas y la reputación; cómo incrementar la transparencia para garantizar la rendición de cuentas de los bancos centrales; y cómo elaborar mensajes claros destinados a un público más amplio para restablecer la confianza y reforzar el apoyo de la ciudadanía a la independencia de los bancos centrales.

¹³⁰ Las buenas prácticas del SEBC pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#).



David Wessel (Brookings Institution), Janet Yellen (Reserva Federal), Mario Draghi (BCE), Mark Carney (Banco de Inglaterra) y Haruhiko Kuroda (Banco de Japón) en la Conferencia del BCE sobre comunicación de los bancos centrales, 14 de noviembre de 2017.

En la conferencia se explicaron en profundidad varios mensajes clave de gran relevancia para el BCE. En primer lugar, la comunicación no puede sustituir a una buena política. En segundo lugar, la comunicación, en cuanto que herramienta explícita de la política monetaria —como la política de *forward guidance*—, ha sido efectiva y fructífera, y seguirá formando parte del conjunto de instrumentos del BCE. En tercer lugar, los bancos centrales han de mantener una comunicación realmente bidireccional para asegurarse de que no terminan escuchándose solo a sí mismos. En cuarto lugar, los bancos centrales han de salir de su zona de confort de los mercados, expertos y medios de comunicación especializados, y conectar con nuevos públicos y de formas innovadoras. Para recobrar la confianza de los ciudadanos, los bancos centrales necesitan intensificar sus esfuerzos por explicar lo que hacen y cómo, en última instancia, sus actuaciones redundan en beneficio de la ciudadanía. Estas conclusiones fundamentales se reflejan en buena parte de las actividades de comunicación que ya desarrolla el BCE, que en 2017 emprendió varias iniciativas importantes. El BCE dirige sus esfuerzos principalmente a mejorar la interacción con partes interesadas internas y externas, tanto mediante contactos personales como a través de medios digitales.

11.2 Mejora de las actividades de divulgación

En 2017, el BCE continuó avanzando en la mejora de las actividades de divulgación, especialmente con la apertura del [Centro de Visitantes del BCE](#) en octubre. La creación y el desarrollo de este nuevo espacio, ubicado en la sede del BCE en Fráncfort, llevó dos años, y permite a los ciudadanos europeos y no europeos aprender más del BCE, sus funciones y su misión.



El concepto en el que se inspira el Centro de Visitantes se basa en cuatro elementos principales, cuyo hilo conductor es el euro. La sección «Mantener» explica qué hace el BCE para mantener la estabilidad de precios. La sección «Salvaguardar» se centra en el papel desempeñado por el BCE en el fomento de la estabilidad financiera y en la supervisión bancaria. La sección «Conectar» destaca las funciones del BCE en el desarrollo de los sistemas de pago y el suministro de billetes en euros. La sección «Lograr» ofrece una perspectiva europea más amplia, poniendo de relieve los logros de Europa. Esta experiencia de aprendizaje pretende ser de carácter práctico, con objetos tangibles, juegos, vídeos y una réplica de la sala de reuniones del Consejo de Gobierno. Se espera que el centro reciba a 40.000 visitantes cada año a partir de 2018, triplicando así la capacidad del BCE para visitas de grupos. En 2017, el BCE recibió a 811 grupos de visitantes en su sede de Fráncfort, acogiendo a más 22.700 personas procedentes de 42 países. Estas visitas generalmente conllevan la organización de conferencias adaptadas a los intereses de los asistentes y ofrecen muchas oportunidades para una interacción y un diálogo genuinos.

El BCE también siguió profundizando en su compromiso con los ciudadanos más jóvenes a través de la puesta en marcha de los dos primeros diálogos con jóvenes ([Youth Dialogues](#)) (en Lisboa y Dublín), un nuevo formato interactivo en el que los estudiantes pueden formular preguntas directamente al presidente del BCE. Otra forma novedosa de llegar a este segmento de la población fue el concurso [Euro Video Challenge](#), en el que el BCE retó a jóvenes europeos a grabar un vídeo corto y atractivo para hacer accesible al público juvenil un tema económico relacionado con el trabajo de la institución. Estas nuevas vías de difusión complementan las ya existentes, como el [Concurso «generación Euro»](#), celebrado por séptima vez en 2017, así como la jornada de puertas abiertas para niños de edades comprendidas entre 8 y 12 años, organizada en colaboración con el popular programa infantil de la televisión alemana «Die Sendung mit der Maus».

Asimismo, el BCE continuó propiciando el contacto directo en internet y a través de las redes sociales con personas de todas las edades y niveles de formación, y diferentes intereses personales y profesionales. En 2017, el [sitio web del BCE](#), que

cuenta con más de 137.000 páginas, recibió alrededor de 18 millones de visitas de usuarios de todo el mundo. Entre las secciones más populares del sitio web destaca la denominada «El BCE explicado», que trata de dar respuesta a preguntas sobre cuestiones complejas relativas a las políticas del banco central, como «¿Por qué tenemos tipos de interés bajos?», «¿Qué es la expansión cuantitativa?» o «¿Qué son los préstamos dudosos?», y de hacer que la información sea accesible a todos los públicos en 24 idiomas. Por lo que se refiere a las redes sociales, la [cuenta del BCE en Twitter](#) tuvo más de 400.000 seguidores en 2017; el BCE interactúa en [LinkedIn](#) con más de 50.000 seguidores, y el canal de [YouTube](#) del Banco tiene 16.000 seguidores.

En marzo de 2017, el BCE recibió el premio [Award for Good Administration](#) en la categoría «Excellence in communications» del Defensor del Pueblo Europeo, en reconocimiento de su innovador enfoque en materia de comunicación, tanto a través de su sitio web y sus formatos multimedia como de sus actividades de divulgación. A este respecto se consideraron explícitamente los esfuerzos del BCE por hacer que la institución sea accesible a los ciudadanos y ayudarles a comprender las responsabilidades y funciones de la institución, y, en términos más generales, por representar un ejemplo de «buena administración pública, cultura de servicio y compromiso para causar un impacto positivo, visible y directo en las vidas de los ciudadanos de la UE».

12 Gobierno corporativo e institucional

En 2017, los órganos rectores del BCE (el [Consejo de Gobierno](#), el [Comité Ejecutivo](#) y el [Consejo General](#)) continuaron gobernando el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) conforme a sus responsabilidades respectivas, según se establece en el [Tratado de la Unión Europea](#) y en el [Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea](#), en los [Estatutos del SEBC](#) y del [BCE](#) y en los [Reglamentos Internos](#) pertinentes. El presidente y el vicepresidente del BCE celebraron [conferencias de prensa](#) periódicas para informar de los resultados de las ocho reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno celebradas en 2017. Las [reseñas](#) de estas reuniones, así como otras [decisiones](#) adoptadas por el Consejo de Gobierno, se publicaron en el sitio web del BCE a lo largo de todo el año.

El Comité Ejecutivo, que celebró su 1000ª reunión en enero de 2017, continuó desempeñando sus funciones de implementación de la política monetaria conforme a las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y de gestión ordinaria del BCE. La reunión que el Consejo de Gobierno celebra anualmente fuera de la sede del BCE tuvo lugar en Tallin y fue la primera vez que esta reunión se celebró en la región báltica. Las reuniones del Consejo de Gobierno en otros países ofrecen a sus miembros la posibilidad de conocer la riqueza y la diversidad de la zona del euro, al tiempo que brinda a los ciudadanos europeos la oportunidad de aprender más sobre el BCE y su mandato. El Consejo General siguió debatiendo sobre cuestiones de relevancia para el SEBC, como las analizadas durante un seminario sobre ciberresiliencia del ecosistema financiero. Para garantizar la separación entre la política monetaria y otras funciones del BCE y las competencias de supervisión que

le encomienda el [Reglamento \(UE\) n.º 1024/2013 del Consejo](#), el Consejo de Gobierno celebra reuniones separadas para abordar las cuestiones de supervisión. En el [sitio web de la Supervisión Bancaria del BCE](#) y en el [Informe Anual sobre las actividades de supervisión del BCE de 2017](#) puede consultarse más información sobre la función de supervisión del BCE y su órgano director, el [Consejo de Supervisión](#).

Los comités del Eurosistema/SEBC continuaron asistiendo a los órganos rectores del BCE en el desempeño de sus funciones, bien en su composición Eurosistema, SEBC o Mecanismo Único de Supervisión (MUS) (es decir, con la participación de un representante del banco central y de la autoridad nacional competente [ANC] de cada Estado miembro participante) al tratar cuestiones de supervisión.

La estructura de gobierno 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 sustenta en [normas éticas](#) muy avanzadas, un [marco para la investigación en materia de lucha contra el fraude](#) y un [régimen de transparencia](#).

La integridad, la apertura y una buena administración son esenciales para mantener la confianza de las partes interesadas y del público en general. La Oficina de Cumplimiento y Gobernanza, que depende directamente del presidente del BCE, apoya al Comité Ejecutivo en la protección de la integridad y la reputación del BCE, promoviendo estándares de conducta ética.

Para subrayar la importancia de una conducta ética apropiada, en 2017 el Comité Ejecutivo introdujo cursos de formación sobre ética e integridad obligatorios para todos los empleados del BCE. A nivel del Eurosistema y del MUS, el Consejo de Gobierno creó en 2017 un grupo de trabajo de expertos en ética y cumplimiento (*Ethics and Compliance Officers Task Force*) para aplicar unos estándares mínimos comunes de conducta ética y facilitar los intercambios y la colaboración entre el BCE, los BCN y las ANC.

En el marco de su compromiso de apertura y rendición de cuentas, el BCE mantiene regularmente diálogos al más alto nivel con el [sector bancario](#), los [inversores institucionales](#) y el [sector de empresas no financieras](#) para conocer las opiniones específicas de expertos sobre cuestiones cíclicas, estructurales, financieras y relativas a la economía real. Estos diálogos se complementan con contactos e interacciones periódicos con los legisladores, el mundo académico, asociaciones representativas y la sociedad civil, que proporcionan datos e información relevantes sobre la evolución de la economía y de los mercados financieros en su contexto social más amplio. A nivel técnico, el BCE también mantiene contactos con una equivalente y amplia categoría de agentes.

Los contactos con terceros se desarrollan conforme a unos marcos consolidados y públicos que garantizan un nivel adecuado de transparencia e igualdad de acceso.

En el marco de su compromiso con la transparencia, el BCE también publica las agendas de los [miembros del Comité Ejecutivo](#) y de la [presidenta](#) y la [vicepresidenta del Consejo de Supervisión](#).

El régimen de transparencia del BCE se ajusta a los objetivos y normas aplicados por otras instituciones y organismos de la UE en lo que respecta al acceso público a sus documentos, y establece un equilibrio entre el derecho a la transparencia y la necesidad de proteger la confidencialidad de determinadas cuestiones propias del desempeño de las funciones del BCE. Dado el mayor alcance de las actividades del BCE, el número y la complejidad de las solicitudes de ciudadanos y autoridades nacionales para acceder a documentos ha aumentado sustancialmente.

13 Organización y Recursos Humanos

En septiembre de 2017, el BCE ultimó su nueva estrategia institucional para 2018-2020. En ella se establece la visión de la institución y se describen las prioridades y los objetivos que ayudarán al BCE a adaptarse y a mantenerse fiel a su mandato en un mundo en constante cambio. Se basa en cuatro prioridades que reflejan la misión de la institución: i) mantenimiento de la estabilidad de precios; ii) protección del sistema financiero; iii) fortalecimiento de su reputación como institución de referencia mundial, y iv) constatación de la institución como fuente de inspiración para sus empleados y promotora de su desarrollo y compromiso.

Para lograr este propósito, el Comité Ejecutivo evaluó las tendencias y los retos relacionados con la institución, tanto internos como externos. Los retos externos incluyen, entre otros, un entorno de baja inflación que exige el uso de instrumentos de política monetaria no convencionales, la incertidumbre en torno al Brexit y los riesgos relacionados con la ciberseguridad. En el ámbito interno, el BCE se enfrenta a desafíos como la optimización continua de los servicios, el fortalecimiento de la resiliencia en la organización y el aprovechamiento de los avances tecnológicos, y el progreso en la colaboración y en el intercambio de información entre las distintas funciones de negocio.

En relación con dicha estrategia y basándose en las cuatro prioridades descritas, se organizaron reuniones con representantes de cada área de negocio para definir los objetivos a medio plazo y después pormenorizarlos para las distintas funciones. El BCE revisará periódicamente estos objetivos y los progresos realizados.

Para el BCE, la estrategia constituye un instrumento que le permite centrarse en los aspectos realmente importantes. Además, fija el rumbo de la institución para los tres próximos años, contribuyendo a servir a los intereses de los ciudadanos de la zona del euro.

Avances en materia de Recursos Humanos

En 2017, el BCE siguió trabajando en los principios que se establecieron en 2016 para reforzar su cultura del talento y mejorar sus competencias en materia de gestión del liderazgo y del talento. El *Leadership Growth Programme* (programa de liderazgo) —que es un pilar clave para consolidar estas competencias— se puso en marcha a principios de año y ha contado con la participación de más del 80 % de los empleados que reunían las condiciones para ello. A escala del SEBC, también se inició un programa de acogida dirigido a altos directivos nombrados recientemente. La estrategia de negocio del BCE para 2018-2020 continuará impulsando este importante cambio para fortalecer un liderazgo sólido y promover la atribución de funciones en el BCE.

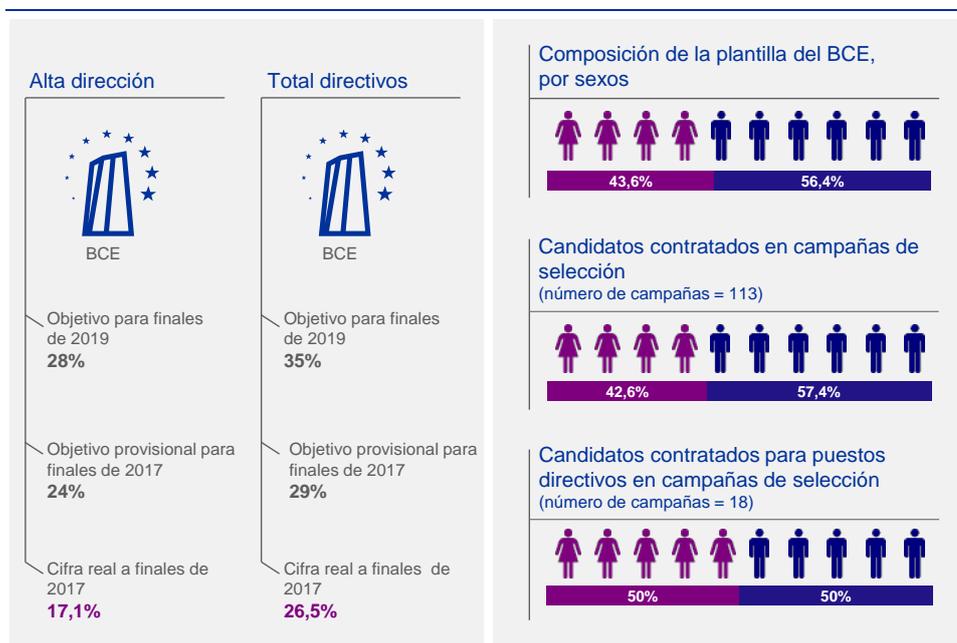
Asimismo, se emprendieron numerosas iniciativas para arraigar una cultura del talento y de la excelencia profesional en las actividades cotidianas del BCE, entre ellas, un marco de capacidades con un modelo de competencias profesionales simplificado; un ejercicio de planificación estratégica de la plantilla; un marco reforzado de desarrollo y gestión del desempeño (*Performance Management & Development*), que fue incorporando gradualmente las prioridades estratégicas en los objetivos de la plantilla; la introducción de cursos *online* obligatorios sobre ética, que ya han realizado más de 4.000 personas, y el lanzamiento de un nuevo programa de apoyo a la reconversión profesional (*ECB Career Transition Support*), que proporciona ayuda a los empleados que quieran iniciar otra carrera profesional y del que se beneficiarán casi 200 empleados. El BCE mantendrá como objetivo estratégico clave, dentro del marco de gestión personalizada del talento, la implantación de iniciativas para atraer, desarrollar y retener al talento más diverso.

Además, a lo largo de 2017, el BCE continuó esforzándose para promover la diversidad como elemento clave del desempeño y del éxito. Al ser una institución que se rige por el mérito, el BCE encarna valores asociados a la diversidad, como el respeto, la justicia, la inclusión y la igualdad de oportunidades para sus empleados con independencia de su sexo, nacionalidad, religión, orientación sexual, origen étnico, edad, contexto cultural y discapacidad. Las actividades realizadas en 2017 incluyeron un acto enmarcado en la iniciativa *Diversity Days* (jornadas de diversidad) en el que participaron ponentes procedentes del mundo académico y de la esfera pública, la creación de una sección dedicada a la diversidad en el sitio web del BCE, y el izado de la bandera arcoíris en el Día Internacional contra la Homofobia, la Transfobia y la Bifobia (IDAHOT, en sus siglas en inglés).

Para mejorar la equidad de género, objetivo estratégico del BCE, se han fijado unos objetivos para finales de 2019, junto con una serie de medidas de apoyo para su consecución, entre ellas, un enfoque centrado en el liderazgo inclusivo, embajadores de la diversidad en cada área de negocio, asesoramiento, el programa de formación específico *Women in Leadership*, una jornada de puertas abiertas dedicada al talento de las mujeres y mayores oportunidades de flexibilidad laboral.

Figura 3

Objetivos de género y porcentaje de mujeres en la plantilla del BCE



Fuente: BCE.

Notas: La composición de la plantilla del BCE por sexos se refiere a los empleados con contratos indefinidos y de duración determinada. En las cifras correspondientes a la contratación se han considerado las campañas de selección internas y externas para puestos de duración determinada que concluyeron en 2017. Datos a 31 de diciembre de 2017.

En 2017, en un esfuerzo notable por mejorar el diálogo social en el BCE, se abordaron varios aspectos relativos a recursos humanos en el marco de un programa de trabajo conjunto con representantes del personal. Este programa engloba seis ámbitos clave de trabajo: bienestar y prevención de riesgos laborales; desarrollo profesional y gestión del desempeño; política contractual; diversidad e inclusión; contratación, y mecanismos de participación de los empleados. Los representantes del personal han realizado una valiosa contribución a distintas áreas de formulación de políticas y de toma de decisiones acerca de estos temas.

A escala del SEBC, se lanzó la segunda convocatoria de becas (31 en total) en el marco del programa de prácticas de la supervisión bancaria europea y se puso en marcha el Programa Schuman, una iniciativa novedosa en la que se ha seleccionado a más de 30 empleados para participar en un proyecto específico llevado a cabo en una institución distinta a la suya, temporalmente, durante un período máximo de nueve meses. También se creó un grupo de trabajo sobre movilidad (*Task Force on Mobility*) para fomentar la enriquecedora rotación de la plantilla por todo el sistema.

A 31 de diciembre de 2017, la plantilla aprobada del BCE en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa ascendía a 3.252 empleados, en comparación con 2.898,5 al final de 2016. El número real de empleados, en términos de puestos equivalentes a jornada completa, era de 3.384 (frente a 3.171 a

31 de diciembre de 2016)¹³¹. En 2017 se ofrecieron 246 nuevos contratos de duración determinada (tanto temporales como convertibles en indefinidos). Además, se firmaron 393 contratos de corta duración, así como algunas prórrogas, para cubrir ausencias inferiores a un año. Durante 2017, el BCE siguió ofreciendo contratos de corta duración por períodos de hasta 36 meses a empleados de bancos centrales nacionales (BCN) y de organismos internacionales. A 31 de diciembre de 2017 había 232 empleados procedentes de BCN y de organismos internacionales trabajando en el BCE con diversos cometidos, un 7 % menos que al final de 2016. En septiembre de 2017, el BCE acogió a los quince participantes en su duodécimo programa de graduados, y a 31 de diciembre de 2017 contaba con 376 becarios (un 18 % más que en 2016). Asimismo, el BCE concedió dos 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 su programa *Lamfalussy Fellowship*.

Aunque la institución creció ligeramente, 113 empleados con contratos indefinidos o de duración determinada renunciaron o se jubilaron en 2017 (frente a 56 en 2016) y finalizaron 344 contratos de corta duración.

¹³¹ Además de los contratos para la cobertura de puestos de plantilla (equivalentes a jornada completa), esta cifra incluye los contratos de corta duración con empleados de los BCN y de organismos internacionales, y los contratos firmados con los participantes en el programa de graduados.

Cuentas Anuales

2017

Informe de gestión	A 2
Estados financieros del BCE	A 25
Balance a 31 de diciembre de 2017	A 25
Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2017	A 27
Normativa contable	A 28
Notas al balance	A 37
Instrumentos fuera de balance	A 56
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	A 59
Informe del auditor externo	A 67
Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas	A 71

Informe de gestión

1 Objeto del informe de gestión del BCE

El informe de gestión es una parte integral de las Cuentas Anuales del BCE que proporciona información contextual sobre sus estados financieros¹. Puesto que las actividades y operaciones del BCE se realizan en apoyo de sus objetivos, su posición financiera y resultados deben considerarse conjuntamente con sus actuaciones.

A este respecto, el informe de gestión presenta las principales actividades y operaciones del BCE, así como su impacto en sus estados financieros. Asimismo, analiza los cambios más importantes registrados en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias durante el año e incluye información sobre los recursos financieros del BCE. Por último, describe el entorno de riesgo en el que opera el BCE, presentando información sobre los riesgos financieros y operacionales a los que está expuesto, así como sobre las políticas de gestión de riesgos aplicadas para mitigarlos.

2 Actividades

El BCE forma parte del Eurosistema, cuyo objetivo primordial es el mantenimiento de la estabilidad de precios. Sus funciones principales, descritas en los Estatutos del SEBC², comprenden la ejecución de la política monetaria de la zona del euro, 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.

El BCE también es responsable del funcionamiento eficaz y coherente del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), a fin de ejercer una supervisión bancaria intrusiva y eficaz que contribuya a la seguridad y solidez del sistema bancario y a la estabilidad del sistema financiero.

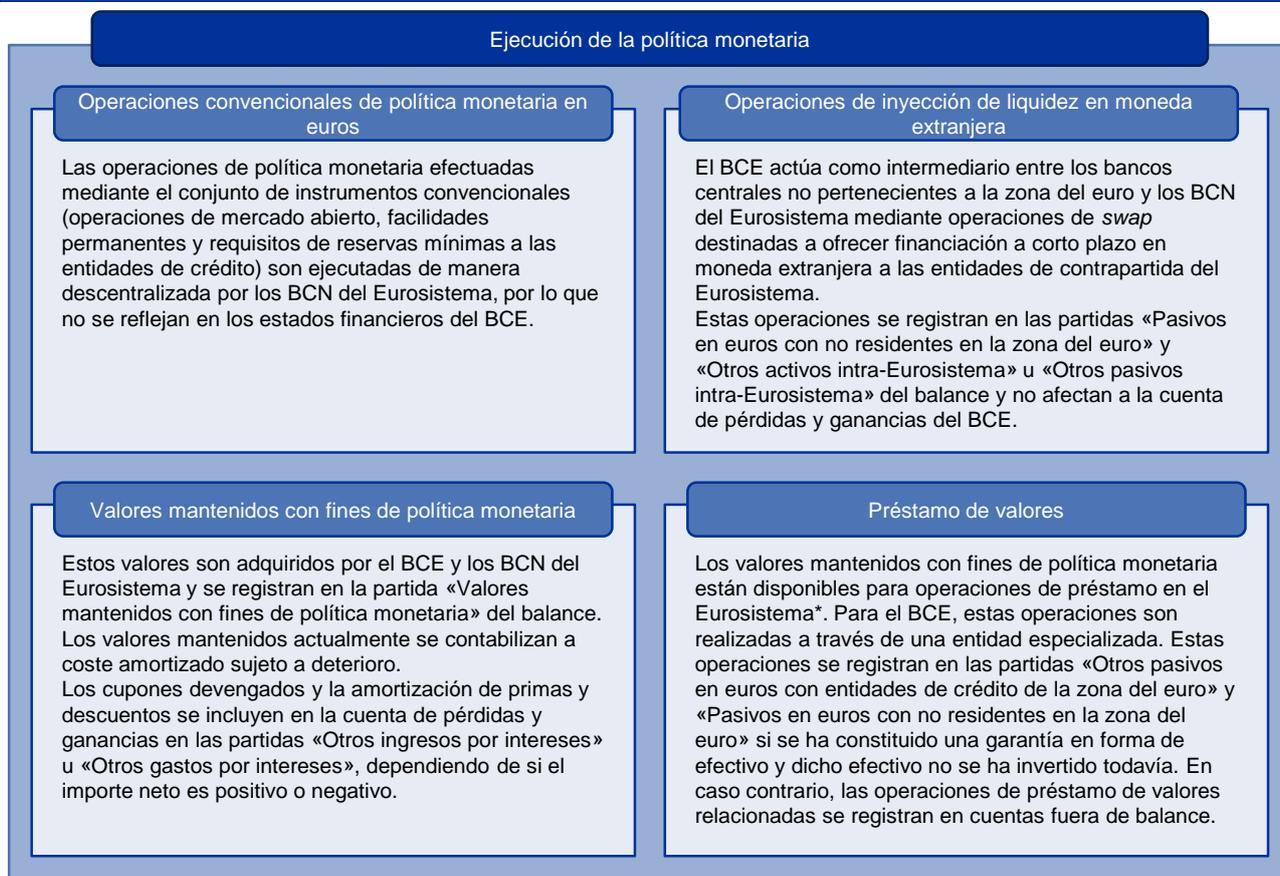
Las operaciones de política monetaria del Eurosistema se registran en los estados financieros del BCE y de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro, conforme al principio de ejecución descentralizada de la política monetaria en el Eurosistema. La figura 1 presenta un esquema de las principales operaciones y funciones que realiza el BCE en cumplimiento de su mandato, y su impacto en los estados financieros del BCE.

¹ Los estados financieros comprenden el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y las notas explicativas. Las Cuentas Anuales incluyen los estados financieros, el informe de gestión, el informe del auditor externo y la nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas.

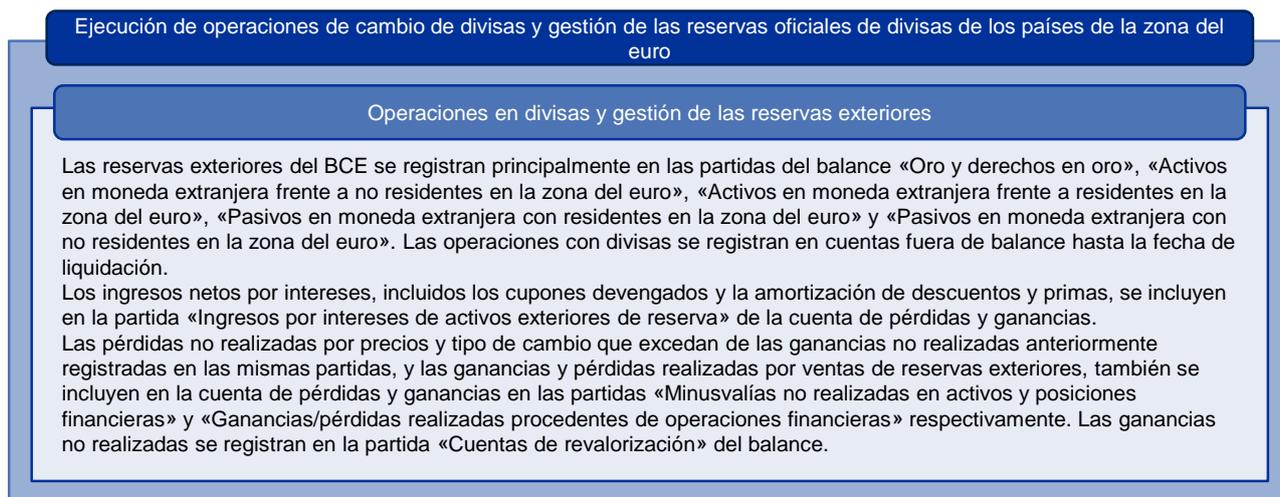
² Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

Figura 1

Actividades principales del BCE e impacto en sus estados financieros



* Nota: Puede consultarse información más detallada sobre las operaciones de préstamo de valores en el [sitio web del BCE](#).



Promoción del buen funcionamiento de los sistemas de pago

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».

* Nota: Puede consultarse información más detallada sobre TARGET2 el [sitio web del BCE](#).

Contribución a la seguridad y la solidez del sistema bancario y a la estabilidad del sistema financiero

Supervisión bancaria: el Mecanismo Único de Supervisión

Los gastos anuales del BCE en relación con sus tareas de supervisión se recuperan a través de tasas de supervisión anuales cobradas a las entidades de crédito supervisadas. Las tasas de supervisión se registran en la partida «Ingresos netos por honorarios y comisiones» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

El BCE también puede imponer sanciones administrativas a las entidades supervisadas que no cumplan las obligaciones establecidas en la regulación prudencial bancaria de la UE (incluidas las decisiones de supervisión del BCE). Los ingresos conexos se registran en la partida «Ingresos netos por honorarios y comisiones» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Otros

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 partida «Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

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 los 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 partida «Gastos de producción de billetes» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Cartera de recursos propios

La cartera de recursos propios del BCE se presenta fundamentalmente en la partida «Otros activos financieros» del balance.

Los ingresos netos por intereses, incluidos los cupones devengados y la amortización de descuentos y primas, se incluyen en las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Las pérdidas no realizadas por precios que excedan de las ganancias no realizadas anteriormente registradas en las mismas partidas, y las ganancias y pérdidas realizadas por ventas de valores, también se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias en las partidas «Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras» y «Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras» respectivamente. Las ganancias no realizadas por precios se registran en la partida «Cuentas de revalorización» del balance.

3 Evolución financiera

3.1 Balance

El gráfico 1 presenta los principales componentes del balance del BCE en el período 2013-2017. La expansión del balance comenzó en el cuarto trimestre de 2014 con la compra de valores en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP). La expansión continuó en los años siguientes debido fundamentalmente a la adquisición de valores en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP).



En 2017 los activos totales aumentaron en **65,2 mm de euros**

En 2017, los **activos totales del BCE** aumentaron en 65,2 mm de euros, situándose en 414,2 mm de euros, debido principalmente a la participación del BCE en el programa de compras de activos (APP)³. Estas compras dieron lugar a un incremento en la partida «Valores mantenidos con fines de política monetaria», mientras que la liquidación del efectivo de estas operaciones en cuentas TARGET2 se tradujo en el correspondiente aumento en la partida «Cuentas intra-Eurosistema» del pasivo.

³ El APP se compone de los programas CBPP3, ABSPP, PSPP y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP). Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

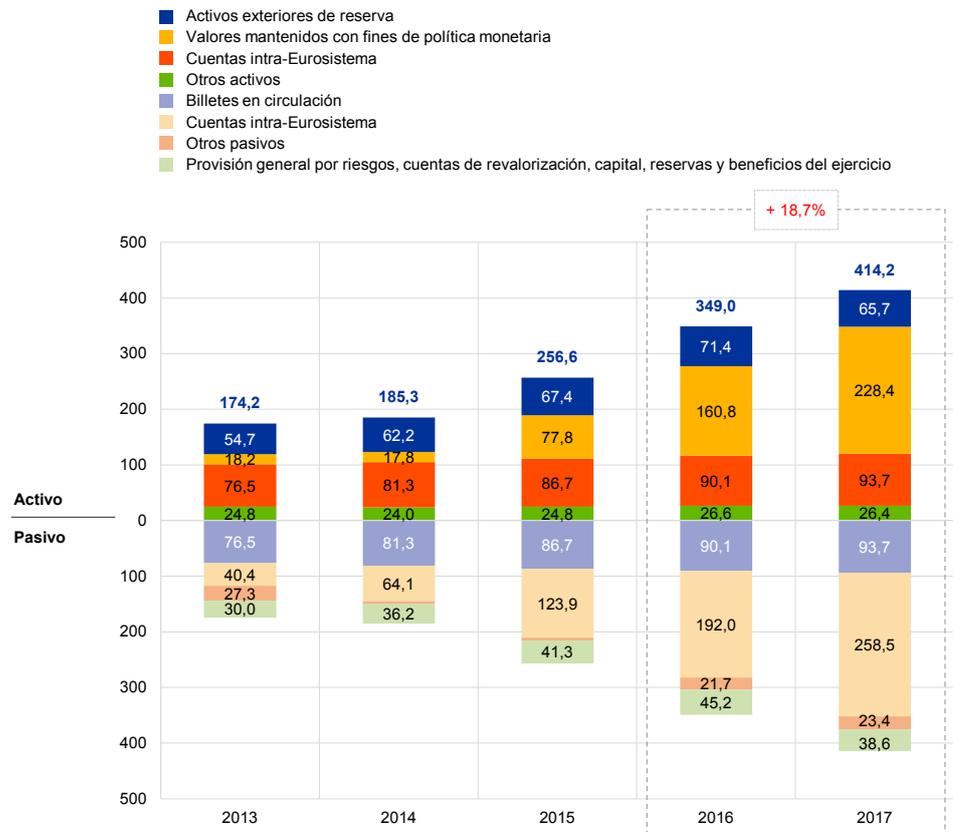


En 2017 los activos totales aumentaron en **65,2 mm de euros**

En 2017, los **activos totales del BCE** aumentaron en 65,2 mm de euros, situándose en 414,2 mm de euros, debido principalmente a la participación del BCE en el programa de compras de activos (APP)³. Estas compras dieron lugar a un incremento en la partida «Valores mantenidos con fines de política monetaria», mientras que la liquidación del efectivo de estas operaciones en cuentas TARGET2 se tradujo en el correspondiente aumento en la partida «Cuentas intra-Eurosistema» del pasivo.

Gráfico 1 Balance del BCE

(mm de euros)



Fuente: BCE



55 % de los activos totales son valores mantenidos con fines de política monetaria

Los **valores denominados en euros mantenidos con fines de política monetaria** representaban el 55 % de los activos totales del BCE al cierre de 2017. En esta partida del balance el BCE mantiene los activos adquiridos en el marco del programa para los mercados de valores (SMP), los tres programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP1, CBPP2 y CBPP3), el ABSPP y el PSPP⁴. En 2017 continuaron las compras de valores en el contexto del CBPP3, el ABSPP y el

³ El APP se compone de los programas CBPP3, ABSPP, PSPP y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP). Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

⁴ El BCE no adquiere valores en el marco del CSPP.

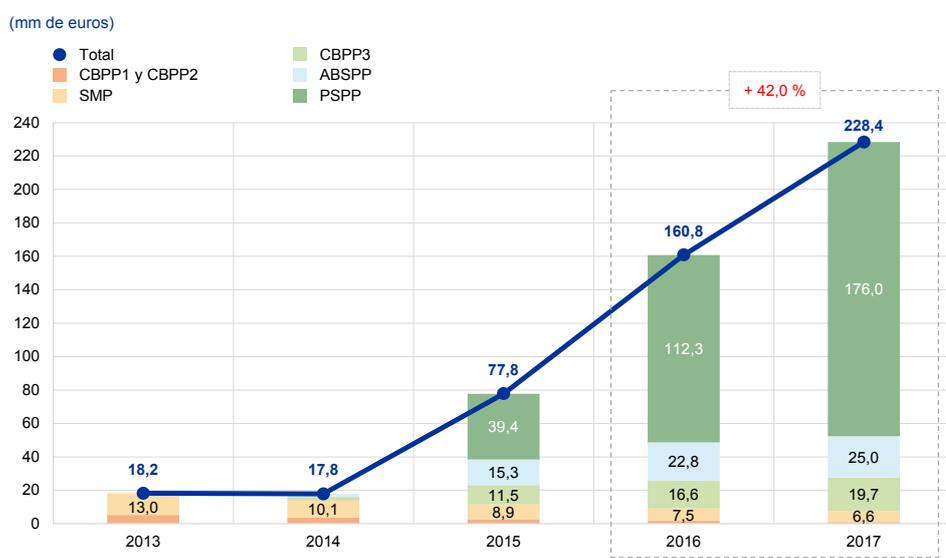
Los valores mantenidos con fines de política monetaria aumentaron en **67,6 mm de euros**

PSPP⁵, conforme a las decisiones del Consejo de Gobierno sobre el importe mensual de las compras del Eurosistema y a criterios de admisibilidad predeterminados.

Como resultado de estas compras, en 2017 la cartera de valores mantenidos por el BCE con fines de política monetaria aumentó en 67,6 mm de euros, situándose en 228,4 mm de euros (véase el gráfico 2), correspondiendo al PSPP la mayor parte de este incremento. El descenso de las tenencias en el marco del CBPP1, el CBPP2 y el SMP fue debido a amortizaciones por importe de 1,5 mm de euros.

Gráfico 2

Valores mantenidos con fines de política monetaria



Fuente: BCE

En 2017, el valor total equivalente en euros de los **activos exteriores de reserva del BCE**, formados por tenencias de oro, derechos especiales de giro, dólares estadounidenses, yenes japoneses y, desde 2017, renminbis chinos, se redujo en 5,7 mm, situándose en 65,7 mm de euros.

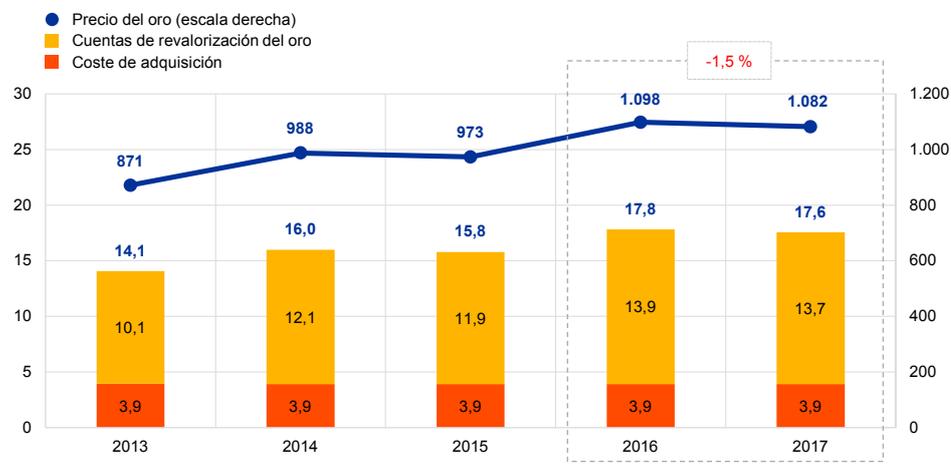
El valor equivalente en euros de las tenencias de oro y derechos en oro del BCE disminuyó en 0,3 mm, situándose en 17,6 mm de euros en 2017 (véase el gráfico 3), debido a un descenso del precio de mercado en euros de ese metal, aunque el volumen de estas tenencias de onzas de oro fino no varió. Esta disminución también dio lugar a un descenso en las cuentas de revalorización del BCE por el mismo importe (véase el apartado 3.2).

⁵ En 2017 no se realizaron más compras en el marco de los dos primeros programas de adquisiciones de bonos garantizados ni del SMP, debido a la decisión del Consejo de Gobierno de terminar estos programas.

Gráfico 3

Tenencias de oro y precios del oro

(Escala izquierda: mm de euros; escala derecha: euros por onza de oro fino)



Fuente: BCE



El valor de la posición neta del BCE en moneda extranjera se redujo debido a la apreciación del euro

La posición neta del BCE en dólares estadounidenses, yenes japoneses y renminbis chinos calculada en euros se redujo en 5,4 mm, situándose en 47,5 mm de euros (véase el gráfico 4), debido principalmente a la apreciación del euro frente al dólar y al yen. Esta reducción también se refleja en el descenso de los saldos de las cuentas de revalorización del BCE (véase el apartado 3.2).

Gráfico 4

Tenencias de divisas

(miles de millones)



Fuente: BCE



El BCE ha incluido el renminbi en sus reservas exteriores

En 2017, el BCE invirtió el equivalente de 0,5 mm de euros en renminbis, lo que la convierte en la tercera moneda de su cartera de reservas exteriores⁶. El BCE financió esta inversión vendiendo una pequeña parte de sus tenencias de dólares y

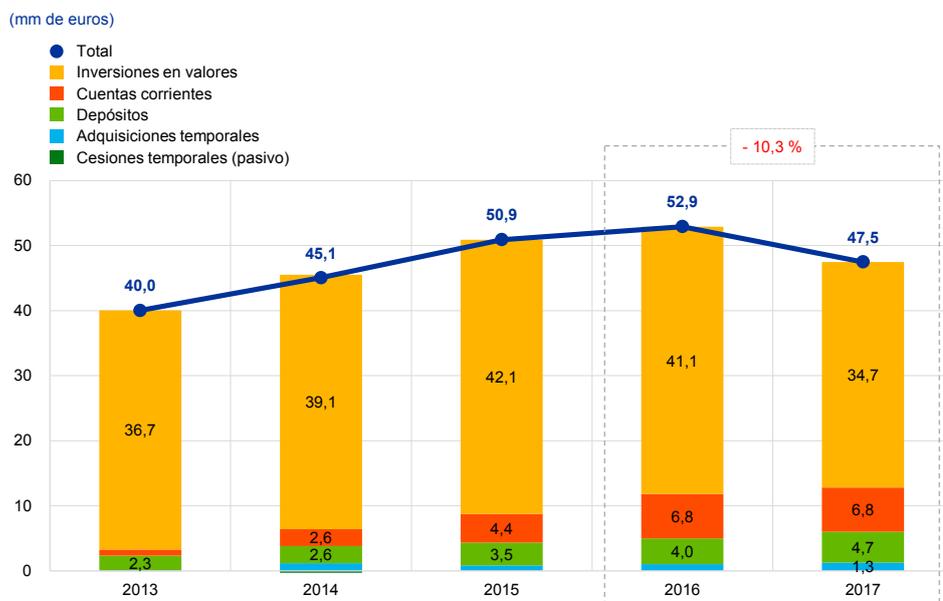
⁶ Véase la nota de prensa del BCE de [13 de junio de 2017](#).

reinvirtiendo en renminbis el importe obtenido. El dólar continúa siendo el principal componente de la cartera de reservas exteriores del BCE, representando aproximadamente el 76 % de dicha cartera.

El BCE gestiona la inversión de sus reservas exteriores mediante un proceso en tres etapas. En primer lugar, los gestores de riesgos del BCE diseñan una cartera de referencia estratégica, que se somete a la aprobación del Consejo de Gobierno. En segundo lugar, los gestores de cartera del BCE definen la cartera de referencia táctica, que se somete a la aprobación del Comité Ejecutivo. En tercer lugar, los BCN ejecutan de forma descentralizada las operaciones de inversión diarias.

Las reservas exteriores del BCE se invierten principalmente en valores y depósitos o se mantienen en cuentas corrientes (véase el gráfico 5). Los valores que componen esta cartera se valoran al precio de mercado a fin de año.

Gráfico 5
Composición de las inversiones de reservas exteriores



Fuente: BCE



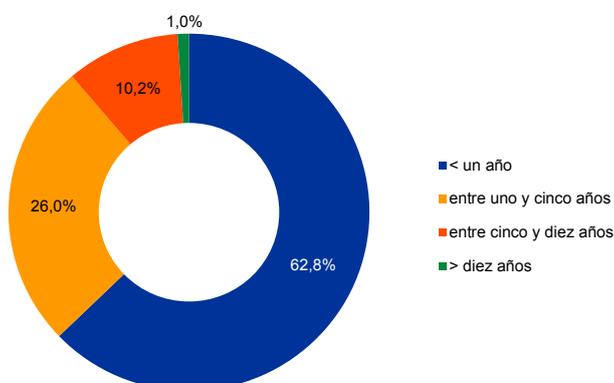
62,8 %

Valores denominados en moneda extranjera con vencimiento inferior a un año

El objeto de las reservas exteriores del BCE es financiar posibles intervenciones en el mercado de divisas. Este propósito determina los tres objetivos de la gestión de la cartera, que son, por orden de importancia, la liquidez, la seguridad y la rentabilidad. En consecuencia, esta cartera se compone principalmente de valores con vencimientos a corto plazo (véase el gráfico 6).

Gráfico 6

Estructura de vencimientos de los valores denominados en moneda extranjera



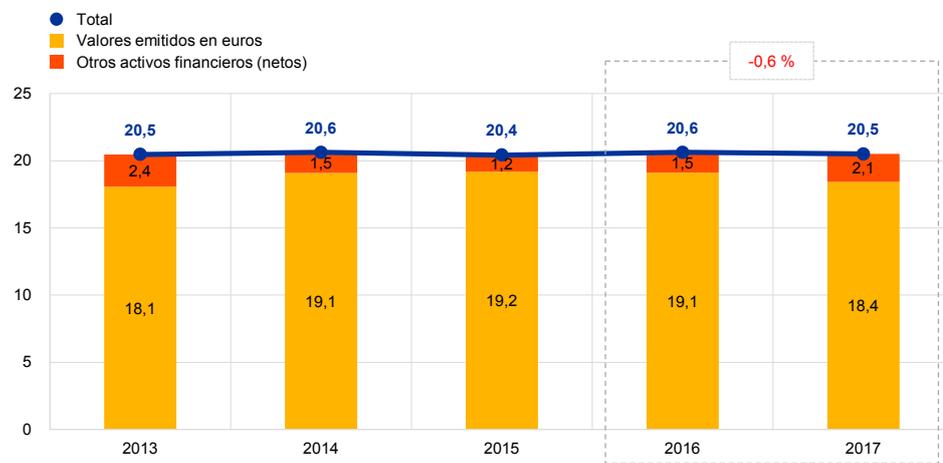
Fuente: BCE

En 2017, la **cartera de recursos propios** se mantuvo prácticamente sin variación en 20,5 mm de euros (véase el gráfico 7). Esta cartera se compone principalmente de valores denominados en euros valorados al precio de mercado a fin de año.

Gráfico 7

Cartera de recursos propios del BCE

(mm de euros)



Fuente: BCE

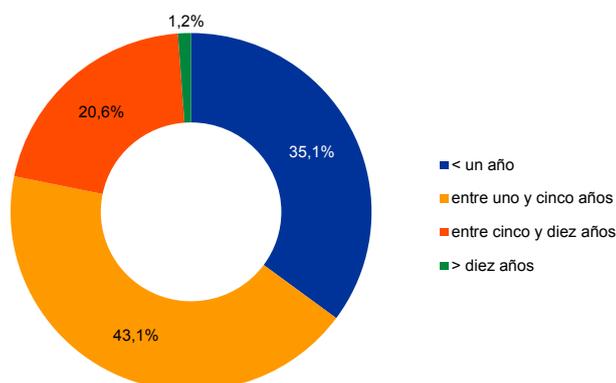
La cartera de recursos propios del BCE es mantenida como contrapartida directa de su capital desembolsado, de la provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro, y de su fondo de reserva general. El objeto de esta cartera es proporcionar al BCE los ingresos necesarios para ayudarle a hacer frente a sus gastos de explotación no relacionados con el desempeño de sus tareas de supervisión⁷. En este contexto, el objetivo de su gestión es maximizar el

⁷ Los gastos realizados por el BCE en el ejercicio de sus tareas de supervisión se recuperan a través de las tasas anuales cobradas a las entidades supervisadas.

rendimiento, sujeto a determinados límites de riesgo. Esto da lugar a una estructura de vencimientos más diversificada (véase el gráfico 8) que la de la cartera de reservas exteriores.

Gráfico 8

Estructura de vencimientos de la cartera de recursos propios del BCE



Fuente: BCE

3.2

Recursos financieros



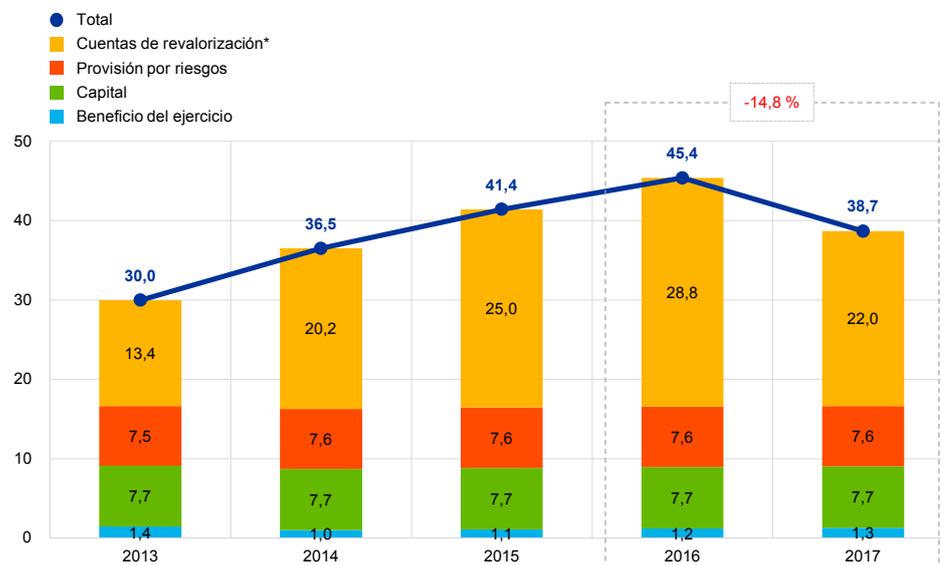
38,7 mm de euros
Recursos financieros del
BCE

Los recursos financieros del BCE se componen de su capital, la provisión general por riesgos, las cuentas de revalorización y los ingresos netos del ejercicio. Estos recursos financieros i) se invierten en activos que generan ingresos, y/o ii) se utilizan para compensar directamente pérdidas derivadas de la materialización de riesgos financieros. A 31 de diciembre de 2017, los **recursos financieros del BCE** ascendían a 38,7 mm de euros (véase el gráfico 9). Este importe es 6,7 mm de euros menor que el registrado en 2016 debido a la reducción de las cuentas de revalorización como consecuencia de la apreciación del euro.

Gráfico 9

Recursos financieros del BCE

(mm de euros)



* Nota: Incluye el total de ganancias por revalorización del oro, la moneda extranjera y los valores, pero no incluye las revalorizaciones relativas a las prestaciones post-empleo.
Fuente: BCE



+14 %

Apreciación del euro frente al dólar en 2017

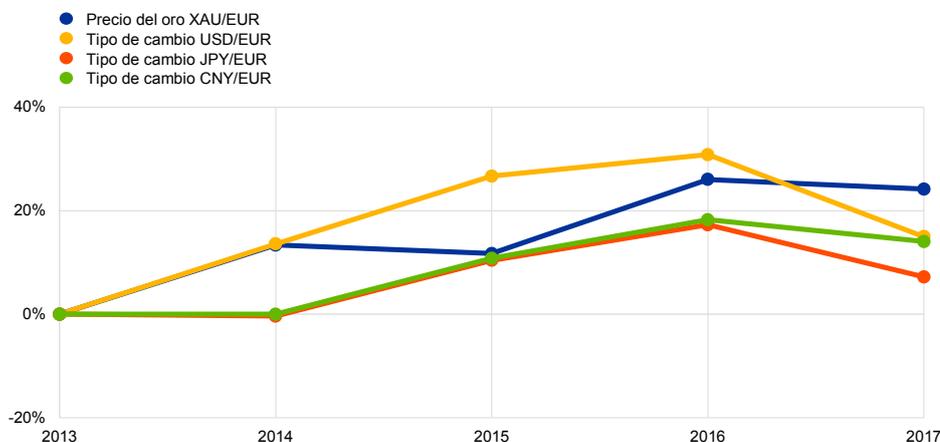
Las ganancias no realizadas en oro, divisas y valores sujetos a revalorización no se registran como ingresos en la cuenta de pérdidas y ganancias, sino que se traspasan directamente a **cuentas de revalorización** en el pasivo del balance del BCE. Los saldos de estas cuentas podrán utilizarse para absorber el impacto de futuros movimientos desfavorables de los precios o tipos de cambios respectivos, lo que fortalecerá la capacidad del BCE para hacer frente a los riesgos subyacentes. En 2017, el importe de las cuentas de revalorización del oro, las divisas y los valores se redujo en 6,8 mm, situándose en 22,0 mm de euros⁸, debido fundamentalmente a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense y el yen (véase el gráfico 10).

⁸ La partida «Cuentas de revalorización» del balance también incluye nuevas mediciones relativas a las prestaciones post-empleo.

Gráfico 10

Tipos de cambio principales y precio del oro en el período 2013-2017

(variaciones porcentuales frente a 2013)



Fuente: BCE

Los ingresos netos generados por los activos y pasivos del BCE durante un ejercicio financiero podrían utilizarse para absorber posibles pérdidas incurridas en el mismo ejercicio. En 2017, los **ingresos netos del BCE** ascendieron a 1,3 mm de euros, cifra 0,1 mm superior a la registrada en 2016.



La provisión general por riesgos se sitúa en su máximo permitido

Teniendo en cuenta su exposición a los riesgos financieros (véase el apartado 4.1), el BCE mantiene una **provisión frente a los riesgos de tipo de cambio (divisas), de tipo de interés, de crédito y de precio del oro (materias primas)**. El saldo de esta provisión se revisa anualmente teniendo en cuenta una serie de factores, como el volumen de las tenencias de activos con riesgo, los resultados proyectados para el siguiente ejercicio y una evaluación de riesgos. La provisión por riesgos, junto con otros importes mantenidos en el fondo de reserva general del BCE, no excederá del capital desembolsado por los BCN de la zona del euro. Desde 2015, esta provisión se ha mantenido en su nivel máximo permitido de 7,6 mm de euros.

El **capital del BCE** desembolsado por los BCN pertenecientes y no pertenecientes a la zona del euro se mantuvo en 7,7 mm de euros a 31 de diciembre de 2017, sin variación respecto a su nivel a cierre de 2016.

3.3 Cuenta de pérdidas y ganancias

El gráfico 11 presenta los principales componentes de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en el período 2013-2017. En dicho período, los beneficios del BCE se situaron en un intervalo comprendido entre 1,0 mm y 1,4 mm de euros. En los tres últimos años, los beneficios aumentaron de manera gradual, debido principalmente al incremento de los ingresos por intereses obtenidos de los activos exteriores de reserva y de los valores mantenidos con fines de política monetaria. Estos incrementos compensaron con creces el descenso de los ingresos por

intereses derivados de los billetes en circulación⁹ y de la cartera de recursos propios.



1.275 millones de euros

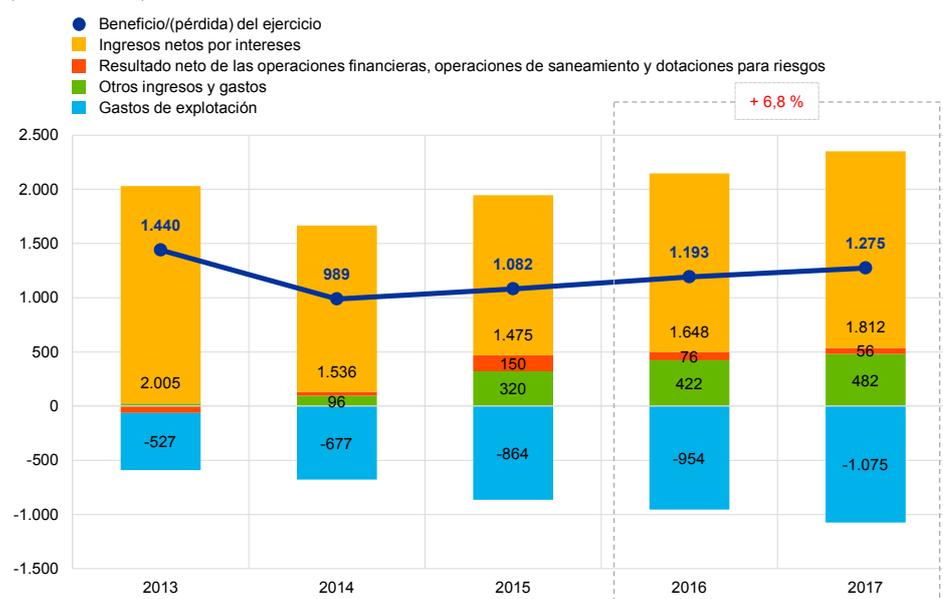
Beneficio del BCE en 2017

En 2017, el **beneficio del BCE** ascendió a 1.275 millones de euros, frente a los 1.193 millones de euros registrados en 2016. Este aumento de 82 millones se debió principalmente al incremento de los ingresos netos por intereses.

Gráfico 11

Cuenta de pérdidas y ganancias del BCE

(millones de euros)



Nota: «Otros ingresos y gastos» incluye «Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones», «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones», «Otros ingresos» y «Otros gastos».

Fuente: BCE



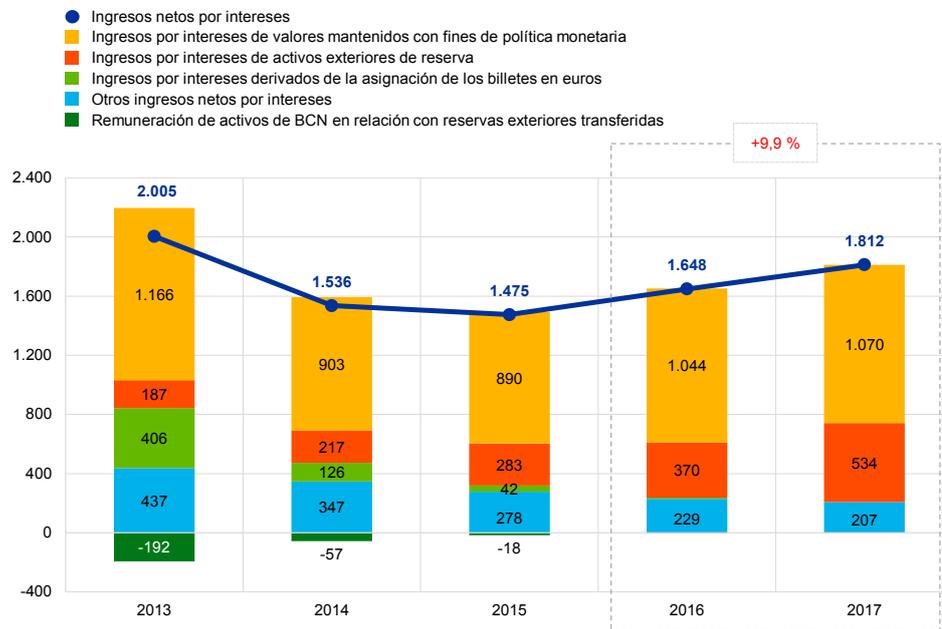
Aumentan los ingresos procedentes de reservas exteriores y de activos mantenidos con fines de política monetaria

Los **ingresos netos por intereses** del BCE aumentaron en 163 millones, situándose en 1.812 millones de euros (véase el gráfico 12), debido principalmente al incremento de los ingresos por intereses obtenidos de los activos exteriores de reserva y de los valores mantenidos con fines de política monetaria.

⁹ Los ingresos del BCE procedentes de los billetes en euros en circulación corresponden a los ingresos asignados al BCE en remuneración de sus activos intra-Eurosistema frente a BCN relacionados con su participación del 8 % en el valor total de los billetes en euros en circulación.

Gráfico 12 Ingresos netos por intereses

(millones de euros)



Fuente: BCE

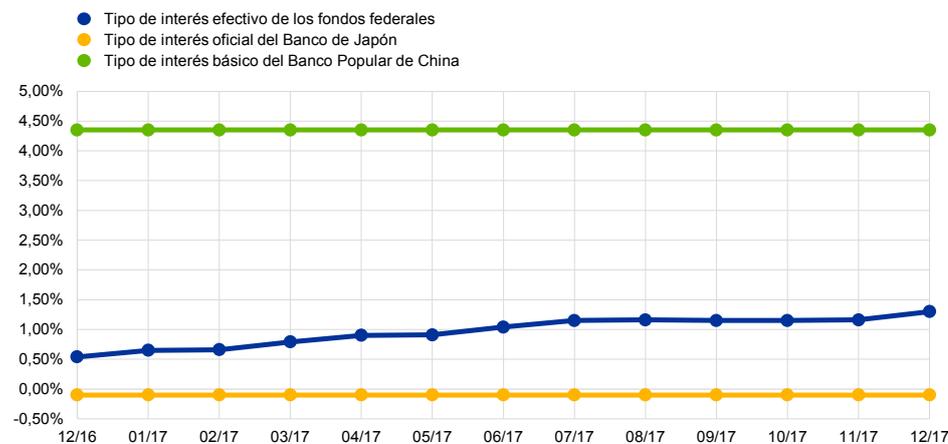


Aumentan los ingresos por intereses procedentes de activos de reserva en moneda extranjera debido principalmente al incremento de los rendimientos en dólares

Los **ingresos por intereses de activos exteriores de reserva** aumentaron en 164 millones, situándose en 534 millones de euros, principalmente como resultado del incremento de los ingresos por intereses obtenidos en la cartera en dólares estadounidenses debido a los mayores rendimientos de los valores denominados en esa moneda con vencimientos cortos (véase el gráfico 13).

Gráfico 13 Tipos de interés de referencia

(porcentajes anuales; datos mensuales)



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Banco de Japón y Banco Popular de China.



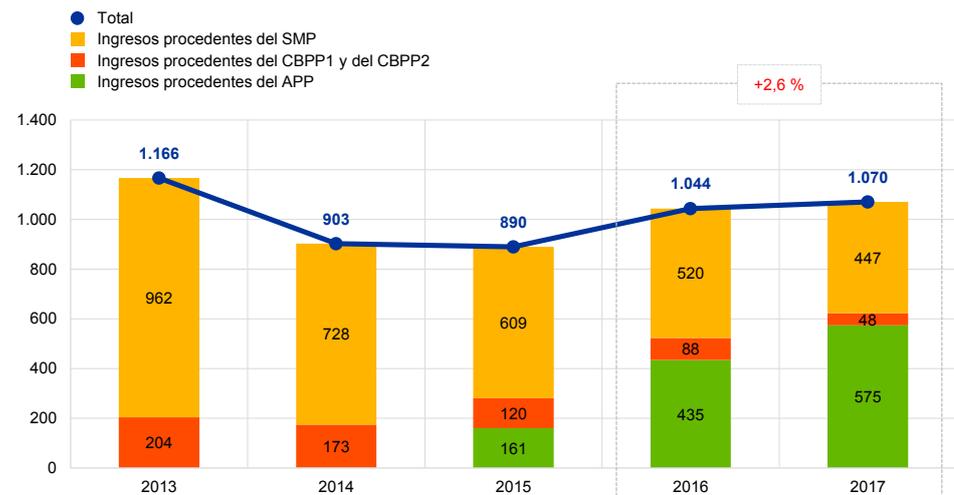
El aumento de los ingresos procedentes del APP fue compensado parcialmente por un descenso de los ingresos procedentes de los programas terminados

Los **ingresos netos por intereses generados por valores mantenidos con fines de política monetaria** ascendieron a 1.070 millones de euros en 2017, superando en 27 millones el importe registrado en 2016 (véase el gráfico 14). Los ingresos netos por intereses procedentes del APP se incrementaron en 140 millones, situándose en 575 millones de euros, debido al mayor tamaño de esta cartera (véase el gráfico 2), pese a que los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se mantuvieron en niveles bajos, en promedio, durante el ejercicio (véase el gráfico 15). Sin embargo, este incremento fue compensado en gran medida por un descenso de los ingresos netos por intereses procedentes de las carteras mantenidas en el SMP, el CBPP1 y el CBPP2, los cuales se redujeron en 113 millones, situándose en 496 millones de euros, debido a la disminución del tamaño de esas carteras como resultado de vencimientos. En 2017, los valores adquiridos con fines de política monetaria generaron aproximadamente un 60 % de los ingresos netos por intereses del BCE.

Gráfico 14

Ingresos netos por intereses generados por valores mantenidos con fines de política monetaria

(millones de euros)

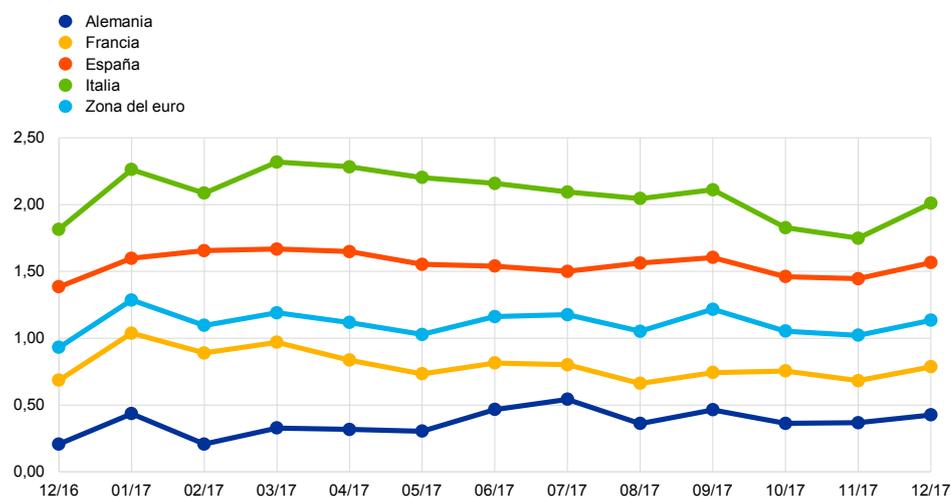


Fuente: BCE

Gráfico 15

Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes anuales; datos mensuales)



Fuente: BCE



0,0 %

Tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 2017

Los **ingresos por intereses generados por la participación del BCE en el total de billetes en euros en circulación** y los **gastos por intereses adeudados a los BCN en relación con las reservas exteriores transferidas** fueron cero, como resultado del tipo de interés del 0 % aplicado por el Eurosistema en sus operaciones principales de financiación.

Los **otros ingresos netos por intereses** disminuyeron debido fundamentalmente al descenso de los ingresos por intereses en la cartera de fondos propios como resultado del entorno de baja rentabilidad en la zona del euro.



El resultado neto de las operaciones financieras y las minusvalías no realizadas se debió principalmente a la evolución de los rendimientos en dólares

El **resultado neto de las operaciones financieras y las minusvalías no realizadas** en activos financieros se situó en 56 millones de euros, cifra 20 millones inferior a la registrada en 2016 (véase el gráfico 16), debido principalmente al descenso de las ganancias netas realizadas por precio.

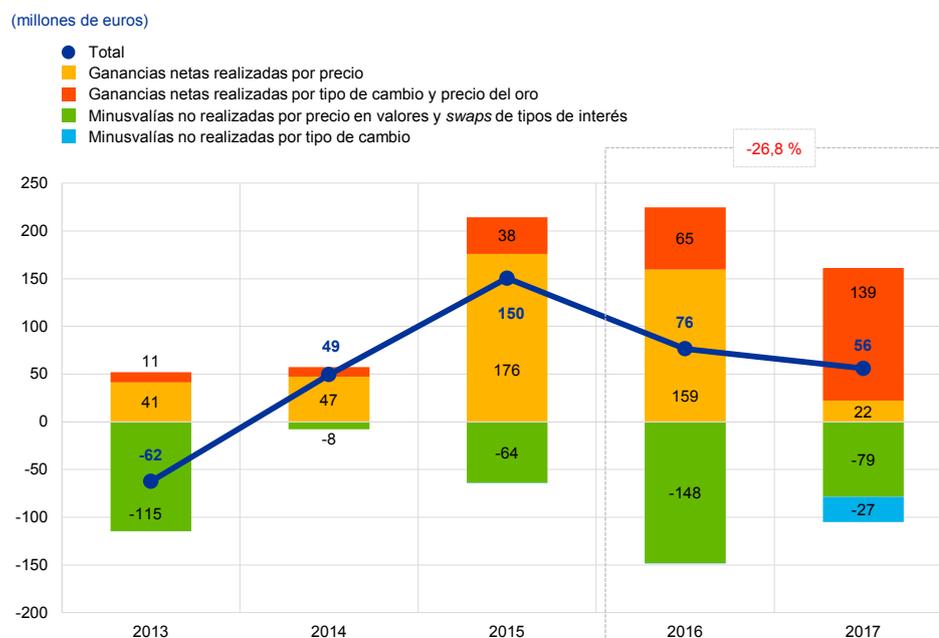
Este descenso de las ganancias netas realizadas por precio se debió fundamentalmente a la disminución de las ganancias procedentes de valores denominados en dólares estadounidenses, debido a que su valor de mercado se vio afectado negativamente por la tendencia ascendente de los rendimientos en dólares iniciada en 2015.

En 2017, este impacto negativo en el valor de mercado de la cartera en dólares fue menor que en 2016, lo que explica que las minusvalías no realizadas sean menores que en el ejercicio anterior.

El aumento de las ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro se debió a ganancias en moneda extranjera resultantes principalmente de la venta de dólares para financiar la creación de la cartera en renminbis.

Las minusvalías no realizadas por tipo de cambio proceden de la posición en renminbis y son resultado de la depreciación del renminbi frente al euro desde la inversión en esa moneda.

Gráfico 16
Resultados realizados y minusvalías no realizadas



Fuente: BCE



437 millones de euros

Tasas cobradas por el BCE para sus tareas de supervisión

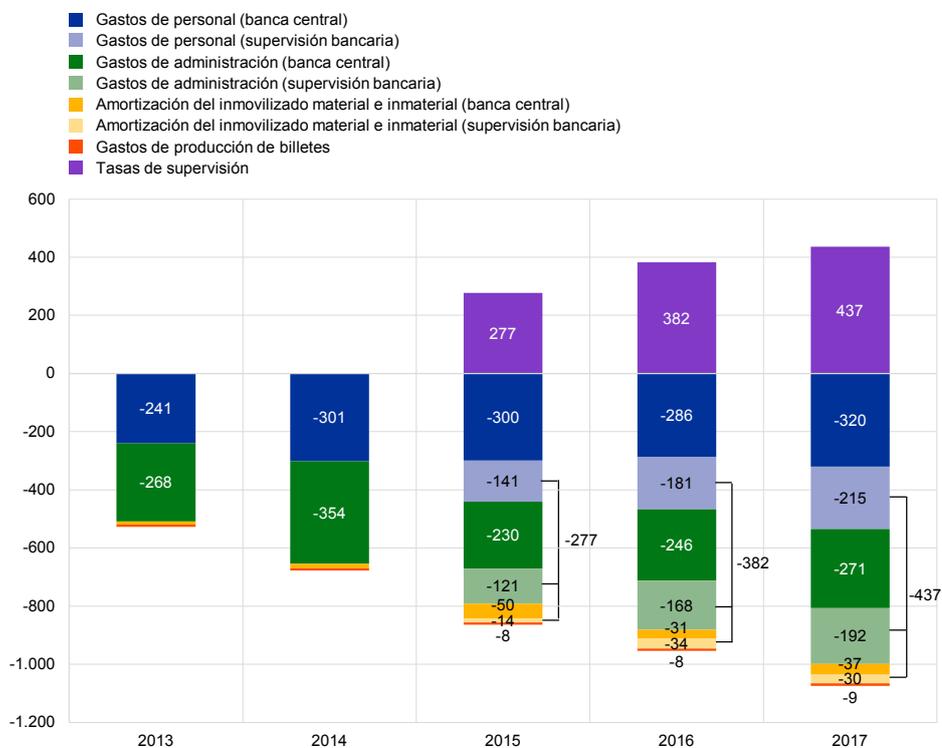
Los **gastos de explotación totales** del BCE, incluidas amortizaciones y gastos de producción de billetes, aumentaron en 121 millones, situándose en 1.075 millones de euros (véase el gráfico 17). Esto se debió principalmente al incremento de los gastos incurridos en relación con el MUS y a la introducción de un nuevo programa de transición profesional para apoyar a los miembros del personal que desean iniciar una nueva carrera fuera del BCE. El gráfico que figura a continuación muestra que el establecimiento del MUS en 2014 ha contribuido a un aumento considerable en los gastos de personal y de administración. No obstante, los gastos relacionados con el MUS son cubiertos en su totalidad con las tasas cobradas a las entidades supervisadas¹⁰.

¹⁰ Las tasas del MUS se incluyen en el concepto «Otros ingresos y gastos» (véase el gráfico 11).

Gráfico 17

Gastos de explotación y tasas del MUS

(millones de euros)

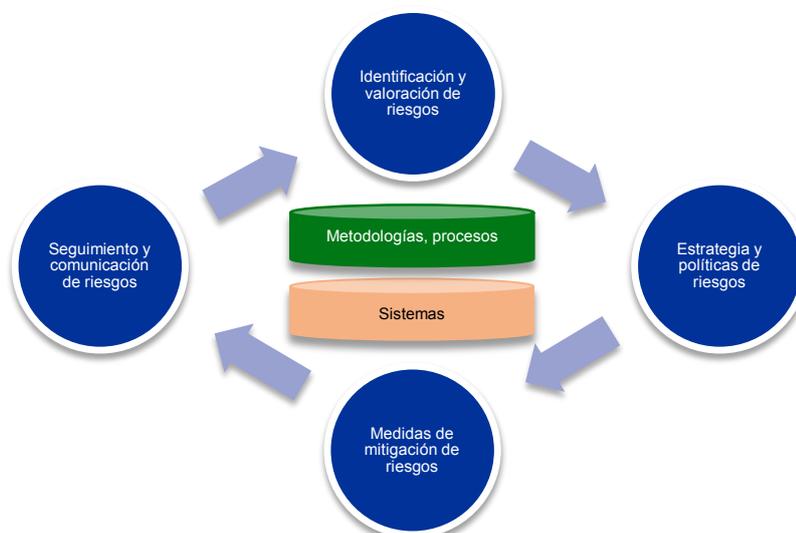


Fuente: BCE

4 Gestión de riesgos

La gestión de riesgos es una parte fundamental de las actividades del BCE y se realiza mediante un proceso continuado de i) identificación y valoración de riesgos, ii) revisión de la estrategia y las políticas de riesgos, iii) aplicación de medidas de mitigación de riesgos, y iv) vigilancia y comunicación de riesgos, utilizando para ello metodologías, procesos y sistemas eficaces.

Figura 2
Ciclo de gestión de riesgos



El BCE está expuesto a riesgos tanto financieros como operacionales. En los apartados siguientes se describen estos riesgos, sus fuentes y el marco de control de riesgos aplicable.

4.1 Riesgos financieros



El Comité Ejecutivo propone normas y procedimientos que aseguran un nivel de protección adecuado frente a los riesgos financieros

El Comité Ejecutivo propone normas y procedimientos que aseguran un nivel de protección adecuado frente a los riesgos financieros a los que el BCE está expuesto. El Comité de Gestión de Riesgos (RMC), en el que participan expertos de los bancos centrales del Eurosistema, contribuye al seguimiento, la medición y la comunicación de los riesgos financieros de las posiciones del Eurosistema, y define y analiza las metodologías y marcos correspondientes. De este modo, asiste a los órganos rectores para garantizar un grado de protección apropiado del Eurosistema.



Los riesgos financieros se derivan de las actividades básicas del BCE y de las exposiciones que de ellas resultan

Los riesgos financieros se derivan de las actividades básicas del BCE y de las exposiciones que de ellas resultan. Los sistemas de control de riesgos y los límites que el BCE utiliza para gestionar su perfil de riesgo varían según el tipo de operación, en función de la política o los objetivos de inversión de las distintas carteras y de las características de riesgo de los activos subyacentes.



El BCE utiliza técnicas de estimación de riesgos desarrolladas internamente

Para el seguimiento y la evaluación de los riesgos, el BCE utiliza técnicas de estimación de riesgos desarrolladas internamente basadas en un marco conjunto de simulación de los riesgos de crédito y de mercado. Los conceptos, técnicas y supuestos básicos de modelización en que se basan las medidas de riesgo siguen los estándares del sector y utilizan datos de mercado disponibles.

Estos riesgos se cuantifican típicamente estimando el *expected shortfall* (ES)¹¹ con un nivel de confianza del 99 % y un horizonte temporal de un año. Se utilizan dos enfoques para calcular los riesgos: i) el enfoque contable, en el que las cuentas de revalorización del BCE se consideran como un colchón, en línea con las normas contables aplicables, y ii) el enfoque financiero, en el que las cuentas de revalorización no se consideran como un colchón. El BCE también calcula regularmente otros indicadores de riesgo con diferentes niveles de confianza, lleva a cabo análisis de sensibilidad y de escenarios de tensión, y elabora proyecciones a más largo plazo de exposiciones e ingresos a fin de obtener una visión global de los riesgos¹².



10,6 mm de euros

Riesgo total en 2017
(Enfoque contable – ES
99 %)

El riesgo total al que está expuesto el BCE aumentó durante el año. A 31 de diciembre de 2017, el riesgo financiero agregado de las carteras del BCE, medido por el ES con un nivel de confianza del 99 % para un horizonte de un año, según el enfoque contable, ascendía a un total de 10,6 mm de euros, nivel que supera en 1,4 mm de euros el riesgo estimado a 31 de diciembre de 2016. Este incremento se debió principalmente a la continuación de las compras de valores en el marco del APP.

Recuadro 1

Cambio en la medida de riesgo utilizada en las Cuentas Anuales

Desde 2007, las Cuentas Anuales del BCE recogen el riesgo financiero agregado de sus carteras medido por el valor en riesgo (VaR) financiero con un nivel de confianza del 95 % para un horizonte temporal de un año. A 31 de diciembre de 2016, como se indica en las Cuentas Anuales de 2016, dicho riesgo ascendía a 10,6 mm de euros.

En los últimos años, el BCE ha mejorado su marco de modelización de riesgos. Algunos de los cambios introducidos son:

- el *expected shortfall* con un nivel de confianza del 99 % es ahora la medida principal utilizada por el BCE para calcular el riesgo, complementada con otras medidas de riesgo y niveles de confianza;
- un «enfoque contable» complementa al «enfoque financiero» ya existente. En el enfoque financiero las cuentas de revalorización no se consideran como un colchón en el cómputo del riesgo, mientras que en el enfoque contable se tienen en cuenta, en línea con las normas contables aplicables. Por tanto, los riesgos se analizan desde dos perspectivas diferentes: el enfoque financiero considera el impacto de dichos riesgos en los recursos propios netos del BCE, mientras que el enfoque contable considera su impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Se estima que el enfoque contable es el más idóneo en el contexto de las Cuentas Anuales, ya que ofrece una visión más precisa de los riesgos en relación con sus efectos contables. En

¹¹ El *expected shortfall* mide la pérdida media ponderada por la probabilidad en escenarios que ocurren con una frecuencia inferior al nivel de confianza dado.

¹² Puede consultarse información más detallada sobre el enfoque de modelización de riesgos del BCE en el documento titulado [The financial_risk_management_of_eurosystem_monetary_policy_operations](#), BCE, julio de 2015.

consecuencia, en adelante, al objeto de alinear los datos publicados con el marco de modelización e información sobre riesgos, las Cuentas Anuales del BCE registrarán el *expected shortfall* con un nivel de confianza del 99 % conforme al enfoque contable, en lugar del valor en riesgo (VaR) con un nivel de confianza del 95 % conforme al enfoque financiero.

Dependiendo del importe de las cuentas de revalorización del BCE, los enfoques financiero y contable para la medición de riesgos pueden producir estimaciones de riesgos considerablemente distintas tanto por importe como por composición. En particular, para una misma medida de riesgo y nivel de confianza, el enfoque financiero produce estimaciones de riesgo más elevadas, atribuibles principalmente al considerable riesgo de mercado de las reservas exteriores. Dadas las importantes cuentas de revalorización de dichas exposiciones, el enfoque contable produce cifras de riesgo más bajas, debidas fundamentalmente a posibles eventos de riesgo de crédito.

El paso del enfoque financiero VaR 95 % al enfoque contable ES 99 % en las Cuentas Anuales de 2017 ha dado lugar a un aumento del riesgo nominal estimado (véase el cuadro 1), ya que el incremento que resulta de aplicar un nivel de confianza más elevado (99 % en lugar de 95 %) y una medida de riesgo más conservadora (ES en lugar de VaR) compensa con creces la reducción derivada de considerar las cuentas de revalorización como un colchón.

Cuadro 1

VaR 95 % y ES 99 % a 31 de diciembre de 2017 (mm de euros)

Enfoque financiero VaR 95 %	Enfoque contable ES 99 %
8,6	10,6



Riesgo de crédito

El riesgo de crédito procede de las carteras del BCE relacionadas con la política monetaria, su cartera de recursos propios denominados en euros y sus tenencias de reservas exteriores. Aunque los valores mantenidos con fines de política monetaria se valoran a coste amortizado sujeto a deterioro y, en consecuencia, a menos que se vendan, no están sujetos a variaciones de precios asociadas a migraciones del crédito, sí que están sujetos al riesgo de impago. Los recursos propios denominados en euros y las reservas exteriores se valoran a precios de mercado y, por tanto, están sujetos a riesgos de migración y de impago. Como resultado de las compras continuadas en el marco del APP en 2017, la exposición del BCE al riesgo de crédito ha aumentado en comparación con el ejercicio anterior.

El riesgo de crédito es mitigado fundamentalmente mediante la aplicación de criterios de admisibilidad, procedimientos de diligencia debida y límites que varían entre carteras.



Riesgos de tipo de cambio y de materias primas

Los riesgos de tipo de cambio y de materias primas proceden de las tenencias de divisas y oro del BCE. Como resultado del descenso en las cuentas de revalorización de estas tenencias debido principalmente a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, los riesgos de tipo de cambio y de materias primas, que se miden aplicando el enfoque contable, aumentaron con respecto al ejercicio anterior.



Riesgo de tipo de interés derivado de la valoración a precios de mercado

Dado el papel de estos activos en sus políticas, el BCE no cubre los riesgos de tipo de cambio y de materias primas correspondientes. En su lugar, estos riesgos se mitigan por la existencia de cuentas de revalorización y mediante la diversificación activa de las tenencias entre distintas divisas y oro.

Las reservas exteriores y las carteras de recursos propios denominados en euros del BCE se invierten principalmente en valores de renta fija y están sujetas al riesgo de tipo de interés derivado de la valoración a precios de mercado.

Las reservas exteriores del BCE se invierten principalmente en activos con vencimientos relativamente cortos (véase el gráfico 6 del apartado 3.1), mientras que los activos de la cartera de recursos propios tienen por lo general vencimientos más largos (véase el gráfico 8 del apartado 3.1). Este riesgo, que se mide aplicando el enfoque contable, se mantuvo sin variación respecto a 2016.

Para mitigar este tipo de riesgo, el BCE utiliza políticas de asignación de activos y cuentas de revalorización.

El BCE también está expuesto a un riesgo de desajuste entre el tipo de interés obtenido de sus activos y el tipo de interés pagado por sus pasivos,

que afecta a sus ingresos netos por intereses. Este riesgo no está vinculado directamente con ninguna cartera concreta, sino con la estructura del balance del BCE en su conjunto y, en particular, con los desajustes de vencimiento y rentabilidad entre activos y pasivos. El BCE realiza un seguimiento de este tipo de riesgo mediante un análisis prospectivo de rentabilidad, según el cual se espera que el BCE continúe obteniendo ingresos netos por intereses en los próximos años, pese a la proporción cada vez mayor de activos relacionados con la política monetaria con rendimientos bajos y vencimientos largos en su balance.

Para gestionar este tipo de riesgo se utilizan políticas de asignación de activos. La existencia de pasivos sin remunerar en el balance del BCE también contribuye a mitigar este riesgo.

4.2 Riesgo operacional

El marco de gestión de riesgos operacionales¹³ del BCE comprende todos los **riesgos no financieros**.



La gestión de riesgos operacionales es parte integral de la estructura de gobierno y de los procesos de gestión

Corresponde al Comité Ejecutivo la responsabilidad de la política y el marco de gestión de riesgos operacionales del BCE y de su aprobación. El Comité de Riesgos Operacionales (ORC) apoya al Comité Ejecutivo en su labor de vigilancia de la gestión de los riesgos operacionales. **La gestión de riesgos operacionales forma parte de la estructura de gobierno¹⁴ y de los procesos de gestión del BCE.**

¹³ El riesgo operacional se define como el riesgo de un impacto negativo en la situación financiera, la actividad o la reputación debido a personas, al fallo o aplicación inadecuada de procesos operativos o de gobierno interno, al fallo de sistemas de los que dependan procesos, o a acontecimientos externos (como catástrofes naturales o ataques externos).

¹⁴ Puede consultarse más información sobre la estructura de gobierno del BCE en el [sitio web del BCE](#).

El objetivo principal del marco de gestión de riesgos operacionales del BCE es **contribuir a garantizar que el BCE cumpla su misión y objetivos, al tiempo que protege su reputación y 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, incidentes y controles. En este contexto, la política de tolerancia al riesgo del BCE sirve de guía para las estrategias de respuesta y los procedimientos de aceptación del riesgo. Dicha política está vinculada a una matriz de riesgos de cinco por cinco basada en la clasificación del impacto y la probabilidad aplicando criterios cuantitativos y cualitativos.

El BCE opera en un entorno cada vez más complejo y su actividad diaria está asociada a un amplio abanico de riesgos operacionales. Las principales áreas de preocupación para el BCE son los riesgos para la seguridad de la información (por ejemplo, ciberamenazas), los riesgos para la TI y los riesgos para la seguridad física y de las instalaciones. En consecuencia, el BCE ha establecido procesos para facilitar una gestión continuada y eficaz de sus riesgos operacionales e integrar la información sobre riesgos en el proceso de adopción de decisiones. También se han definido planes de contingencia para asegurar la continuidad de funciones críticas en caso de interrupción.

Estados financieros del BCE

Balance a 31 de diciembre de 2017

ACTIVO	Nota número	2017 €	2016 €
Oro y derechos en oro	1	17.558.411.241	17.820.761.460
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	2		
Activos frente al FMI	2.1	670.290.069	716.225.836
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	2.2	43.760.643.939	50.420.927.403
		44.430.934.008	51.137.153.239
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	2.2	3.711.569.259	2.472.936.063
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	3	143.315.512	98.603.066
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	4		
Valores mantenidos con fines de política monetaria	4.1	228.386.260.874	160.815.274.667
Cuentas intra-Eurosistema	5		
Activos relacionados con la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	5.1	93.657.169.470	90.097.085.330
Otros activos	6		
Inmovilizado material e inmaterial	6.1	1.196.018.177	1.239.325.587
Otros activos financieros	6.2	20.502.633.142	20.618.929.223
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	6.3	451.129.972	839.030.321
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	6.4	2.597.290.354	2.045.522.937
Diversos	6.5	1.527.699.142	1.799.777.235
		26.274.770.787	26.542.585.303
Total activo		414.162.431.151	348.984.399.128

PASIVO	Nota número	2017 €	2016 €
Billetes en circulación	7	93.657.169.470	90.097.085.330
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	8	1.060.813.972	1.851.610.500
Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro	9		
Otros pasivos	9.1	1.150.056.196	1.060.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10	19.549.390.872	16.730.644.177
Cuentas intra-Eurosistema	11		
Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera	11.1	40.792.608.418	40.792.608.418
Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	11.2	217.751.769.550	151.201.250.612
		258.544.377.968	191.993.859.030
Otros pasivos	12		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	12.1	431.115.965	660.781.618
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos percibidos por adelantado	12.2	76.283.568	69.045.958
Diversos	12.3	1.063.113.810	1.255.559.836
		1.570.513.343	1.985.387.412
Provisiones	13	7.669.798.641	7.706.359.686
Cuentas de revalorización	14	21.945.472.247	28.626.267.808
Capital y reservas	15		
Capital	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Beneficio del ejercicio		1.274.761.507	1.193.108.250
Total pasivo		414.162.431.151	348.984.399.128

Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2017

	Nota número	2017 €	2016 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva:	22.1	534.161.570	370.441.770
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	22.2	0	8.920.896
Otros ingresos por intereses	22.4	1.527.294.605	1.604.648.023
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>2.061.456.175</i>	<i>1.984.010.689</i>
Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas	22.3	0	(3.611.845)
Otros gastos por intereses	22.4	(249.812.879)	(332.020.205)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(249.812.879)</i>	<i>(335.632.050)</i>
Ingresos netos por intereses	22	1.811.643.296	1.648.378.639
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	23	161.069.043	224.541.742
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	24	(105.133.331)	(148.172.010)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro		0	0
Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos		55.935.712	76.369.732
Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones	25	440.069.889	371.322.769
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	26	1.181.547	869.976
Otros ingresos	27	51.815.338	50.000.263
Total ingresos netos		2.360.645.782	2.146.941.379
Gastos de personal	28	(535.251.909)	(466.540.231)
Gastos de administración	29	(463.232.194)	(414.207.622)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(66.722.125)	(64.769.605)
Gastos de producción de billetes	30	(9.478.047)	(8.315.671)
Otros gastos	31	(11.200.000)	0
Beneficio del ejercicio		1.274.761.507	1.193.108.250

Fráncfort del Meno, 13 de febrero de 2018

Banco Central Europeo

Mario Draghi
Presidente

Normativa contable¹⁵

Forma y presentación de los estados financieros

Los estados financieros del BCE se han elaborado de acuerdo con los principios contables que se detallan a continuación¹⁶, que el Consejo de Gobierno del BCE considera adecuados para presentar la imagen fiel de su situación financiera y reflejar al mismo tiempo la naturaleza de las actividades 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.

¹⁵ La normativa detallada que regula la contabilidad del BCE se encuentra recogida en la [Decisión \(UE\) 2016/2247 del BCE de 3 de noviembre de 2016, sobre las cuentas anuales del BCE \(BCE/2016/35\), DO L 347 de 20.12.2016, p. 1](#), según texto modificado. Con el fin de asegurar un tratamiento armonizado de los procedimientos contables y de información financiera relativos a las operaciones del Eurosistema, la decisión se basa en la [Orientación \(UE\) 2016/2249 del Banco Central Europeo de 3 de noviembre de 2016 sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales \(BCE/2016/34\), DO L 347 de 20.12.2016, p. 37](#).

¹⁶ Esta normativa es sometida a revisión y actualización periódica cuando se estima pertinente, y 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.

A excepción de las operaciones al contado con valores, las operaciones con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se registran en la fecha de contratación en cuentas fuera del balance. En la fecha de liquidación, los asientos en las cuentas fuera del balance se cancelan y se registran en el balance. Las compras y ventas de divisas afectan a la posición neta en moneda extranjera en la fecha de contratación y los resultados realizados derivados de las ventas se calculan en dicha fecha. Los intereses devengados, las primas y los descuentos relacionados con instrumentos financieros denominados en moneda extranjera se calculan y registran diariamente y, por lo tanto, inciden en la posición en moneda extranjera también de forma diaria.

Oro y activos y pasivos en moneda extranjera

Los activos y pasivos denominados en moneda extranjera se convierten a euros al tipo de cambio 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 a la fecha del balance, 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 29 de diciembre de 2017.

Los derechos especiales de giro (DEG) se definen en términos de una cesta de divisas y su valor está determinado por la suma ponderada de los tipos de cambio de las cinco divisas principales (dólar estadounidense, euro, renminbi, yen y libra esterlina). Las tenencias de DEG del BCE se convirtieron a euros usando el tipo de cambio de euros a DEG vigente a 29 de diciembre de 2017.

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 2017, se utilizaron los precios medios del 29 de diciembre de 2017. Las acciones y cualesquiera otros instrumentos de renta variable no líquidos mantenidos como inversiones permanente 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 producen¹⁷. 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 y 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 amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

¹⁷ A las cuentas de periodificación y a las provisiones administrativas se aplica un límite mínimo de 100.000 euros.

Operaciones temporales

Son operaciones por las cuales el BCE compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con activos de garantía.

Mediante las cesiones temporales se lleva a cabo una venta de valores al contado con el compromiso simultáneo de recomprar a la entidad de contrapartida dichos valores a un precio fijado y en una fecha futura predeterminada. Las cesiones temporales se registran como depósitos con garantía de valores en el pasivo del balance. 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 ofrecido por una entidad especializada solo se registran en el balance cuando la garantía es en forma de efectivo y permanece depositada en una cuenta y no invertida.

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 compensados 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 banco central nacional (BCN) un único saldo neto frente al BCE. Los pagos realizados por el BCE y liquidados a través de TARGET2 también afectan a las posiciones bilaterales netas individuales. En la contabilidad del BCE, estos saldos representan la posición neta de cada BCN frente al resto del Sistema Europeo de Bancos Centrales (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 TARGET2¹⁸, se presentan en «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro».

Los saldos intra-Eurosistema relativos a la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema se registran como un activo neto en la rúbrica «Activos relacionados con la asignación de los 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».

¹⁸ A 31 de diciembre de 2017, 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, Hrvatska narodna banka, Narodowy Bank Polski y Banca Națională a României.

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. El edificio principal del BCE se valora al precio de adquisición menos su amortización, minorado por las pérdidas por deterioro. 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:

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.

En 2017 el BCE ha realizado una comprobación anual del deterioro del valor de su edificio principal con arreglo a la norma internacional de contabilidad (NIC) 36 Deterioro del valor de los activos. Si se identifica un indicio de que puede haberse deteriorado el valor del activo, se estima su importe recuperable. Se registra una pérdida por deterioro del valor en la cuenta de pérdidas y ganancias cuando el importe recuperable del activo es inferior a su importe en libros.

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.

Prestaciones post-empleo, otras prestaciones a largo plazo e indemnizaciones por cese de contrato 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 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 prestación¹⁹. 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 e indemnizaciones por cese, no financiadas a través de un fondo.

Obligación neta por prestación definida

El pasivo reflejado en el balance en la rúbrica «Otros pasivos» con respecto a los planes de prestación definida, incluidas otras prestaciones a largo plazo e indemnizaciones por cese, 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 de la obligación 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 de los servicios en el ejercicio corriente por prestaciones definidas devengado en el ejercicio;

¹⁹ 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.

- (b) el coste de los servicios pasados por prestaciones definidas derivado de una modificación de un plan;
- (c) el interés neto al tipo de descuento de la obligación neta por prestación definida;
- (d) nuevas mediciones respecto de otras prestaciones a largo plazo e indemnizaciones por cese a largo plazo, de haberlas, 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 euros²⁰. 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 billetes²¹.

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 intereses²², se presentan en la subpartida «Cuentas intra-Eurosistema: activos relacionados con la asignación de los 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

²⁰ Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010 sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros (refundición) (BCE/2010/29) (2011/67/UE), DO L 35 de 9.2.2011, p. 26, según texto modificado.

²¹ «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.

²² Decisión (UE) 2016/2248 del BCE, de 3 de noviembre de 2016, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de los Estados miembros cuya moneda es el euro (BCE/2016/36), DO L 347 de 20.12.2016, p. 26.

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 distribuye en enero del año siguiente mediante una distribución provisional de beneficios, a menos que el Consejo de Gobierno decida otra cosa²³. Este importe se distribuye en su totalidad a menos que sea mayor que el del beneficio neto del BCE en el ejercicio o que el Consejo de Gobierno decida dotar una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. El Consejo de Gobierno podrá también reducir el importe de los ingresos por billetes en euros en circulación que se distribuye en enero por la cuantía de los costes en que incurra el BCE en relación con la emisión y el tratamiento de los billetes en euros.

Otros asuntos

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, Stuttgart (República Federal de Alemania) como auditor externo del BCE por un período de cinco años, que terminará con el ejercicio financiero de 2017.

²³ 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, de 25.2.2015, p. 24, en su versión modificada.

Notas al balance

1 Oro y derechos en oro

A 31 de diciembre de 2017, las tenencias del BCE ascendían a 16.229.522 onzas²⁴ de oro fino. Durante el ejercicio 2017 no se efectuaron operaciones en oro, por lo que las tenencias del BCE permanecieron sin cambios respecto al nivel que mostraban a 31 de diciembre de 2016. La disminución del valor equivalente en euros de estas tenencias se debió a un descenso del precio de mercado del oro en términos de euros (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 2017. Estas 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). La disminución del equivalente en euros de las tenencias de DEG fue debida a la depreciación de los DEG contra euros en 2017.

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, yenes japoneses y renminbis chinos.

²⁴ Esto corresponde a 504,8 toneladas.

Activos frente a no residentes en la zona del euro	2017 €	2016 €	Variación €
Cuentas corrientes	6.793.888.796	6.844.526.120	(50.637.324)
Depósitos	2.316.566.582	2.005.810.644	310.755.938
Adquisiciones temporales	0	503.747.273	(503.747.273)
Inversiones en valores	34.650.188.561	41.066.843.366	(6.416.654.805)
Total	43.760.643.939	50.420.927.403	(6.660.283.464)

Activos frente a residentes en la zona del euro	2017 €	2016 €	Variación €
Cuentas corrientes	1.022.379	1.211.369	(188.990)
Depósitos	2.422.295.400	1.964.182.715	458.112.685
Adquisiciones temporales	1.288.251.480	507.541.979	780.709.501
Total	3.711.569.259	2.472.936.063	1.238.633.196

El valor total de estas partidas disminuyó en 2017 debido principalmente a la depreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro.

La posición neta del BCE en moneda extranjera²⁵, a 31 de diciembre de 2017 era la siguiente:

	2017 Millones de unidades de moneda extranjera	2016 Millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	46.761	46.759
Yenes	1.093.563	1.091.844
Renminbis	3.755	0

Durante el primer semestre de 2017 el BCE implementó una decisión adoptada por el Consejo de Gobierno de invertir una pequeña parte de sus tenencias de reservas exteriores en renminbis. La inversión se realizó mediante un cambio en la composición de las reservas exteriores del BCE. El BCE vendió una pequeña parte de sus tenencias de dólares estadounidenses y reinvertió el importe total obtenido en renminbis²⁶.

²⁵ 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», «Diferencias por valoración de partidas fuera de balance» (lado del pasivo) y «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos percibidos por adelantado», 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.

²⁶ Véase la nota de prensa del BCE de [13 de junio de 2017](#).

3 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro

A 31 de diciembre de 2017 esta partida estaba formada por saldos en cuentas corrientes frente a residentes en la zona del euro de 143,3 millones de euros (98,6 millones en 2016).

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 2017 esta partida se componía de valores adquiridos por el BCE en el ámbito de los tres programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP), el programa para los mercados de valores (SMP), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y el programa de compras de valores públicos (PSPP)²⁷.

Las compras realizadas en el marco 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 Consejo de Gobierno decidió poner fin a las compras en el marco del SMP el 6 de septiembre de 2012.

En 2017 el Eurosistema continuó con sus compras de valores en el contexto del programa de compras de activos (APP) integrado por el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el programa de compras de valores públicos (PSPP) y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP)²⁸. El ritmo mensual de compras netas de activos combinadas de los BCN y del BCE ha sido, de media, de 80 mm de euros hasta el final de marzo de 2017, y de 60 mm de euros desde abril de 2017 hasta el final de año. Con arreglo a la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en octubre de 2017²⁹, se espera que las compras continúen a un ritmo mensual de 30 mm de euros desde enero hasta septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario 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 inflación. Paralelamente a las compras netas se reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.

²⁷ El BCE no adquiere valores en el marco de su programa de compras de bonos corporativos (CSPP).

²⁸ Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

²⁹ Véase la nota de prensa del BCE de [26 de octubre de 2017](#).

Los valores adquiridos en el marco de todos estos programas se valoran por el coste amortizado minorado por las pérdidas por deterioro (véase «Valores» en el apartado sobre normativa contable).

El coste amortizado de los valores mantenidos por el BCE, y su valor de mercado³⁰ (que no se recoge en el balance y se incluye únicamente a título comparativo), son los siguientes:

	2017 €		2016 €		Variación €	
	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	618.533.956	654.666.968	1.032.305.522	1.098.106.253	(413.771.566)	(443.439.285)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	385.880.413	421.794.246	690.875.649	743.629.978	(304.995.236)	(321.835.732)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	19.732.748.768	19.958.910.843	16.550.442.553	16.730.428.857	3.182.306.215	3.228.481.986
Programa para los mercados de valores	6.644.212.912	7.554.660.470	7.470.766.415	8.429.995.853	(826.553.503)	(875.335.383)
Programa de compras de bonos de titulización de activos	25.014.963.778	25.044.597.490	22.800.124.065	22.786.088.513	2.214.839.713	2.258.508.977
Programa de compras de valores públicos	175.989.921.047	177.087.513.888	112.270.760.463	112.958.545.591	63.719.160.584	64.128.968.297
Total	228.386.260.874	230.722.143.905	160.815.274.667	162.746.795.045	67.570.986.207	67.975.348.860

El descenso del coste amortizado de las carteras mantenidas en el marco del primer y segundo programas de adquisiciones de bonos garantizados y del 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 de estos programas

Las pruebas de deterioro se realizan anualmente sobre la base de datos a final del ejercicio y son aprobadas por el Consejo de Gobierno. En dichas prueba cada programa se somete a una evaluación separada sobre indicadores de deterioro. En caso de apreciarse indicadores de deterioro, se realiza análisis adicional al objeto de confirmar que los flujos de tesorería de los valores subyacentes no se hayan visto afectados por un evento de deterioro. Con base en los resultados de las pruebas de deterioro de este año, en 2017 el BCE no ha registrado ninguna pérdida en relación con los valores mantenidos con fines de política monetaria.

³⁰ Los valores de mercado son indicativos y se basan en cotizaciones de mercado. Cuando no se dispone de dichas cotizaciones, los precios de mercado se estiman utilizando modelos internos del Eurosistema.

5 Cuentas intra-Eurosistema

5.1 Activos relacionados con la asignación de los 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 los 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 Eurosistema³¹ (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 2017 estos activos incluían los siguientes elementos:

³¹ Desde el 16 de marzo de 2016, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema es del 0,00 %.

	2017 €	2016 €	Variación €
Coste			
Terrenos y construcciones	1.006.108.554	1.011.662.911	(5.554.357)
Instalaciones	221.866.010	221.888.762	(22.752)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	109.919.236	88.893.887	21.025.349
Equipamiento, mobiliario y vehículos a motor	95.383.187	96.197.706	(814.519)
Inmovilizado en curso	3.364.162	3.024.459	339.703
Otros activos fijos	10.082.651	9.713.742	368.909
Coste total	1.446.723.800	1.431.381.467	15.342.333
Amortización acumulada			
Terrenos y construcciones	(95.622.635)	(72.284.513)	(23.338.122)
Instalaciones	(47.644.949)	(31.590.282)	(16.054.667)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(74.188.322)	(57.935.440)	(16.252.882)
Equipamiento, mobiliario y vehículos a motor	(31.856.677)	(29.107.438)	(2.749.239)
Otros activos fijos	(1.393.040)	(1.138.207)	(254.833)
Total amortización acumulada	(250.705.623)	(192.055.880)	(58.649.743)
Valor neto contable	1.196.018.177	1.239.325.587	(43.307.410)

El incremento neto en la categoría «Equipamiento y aplicaciones informáticos» se debió a inversiones en servidores, almacenamiento de datos, componentes para redes y software, destinadas a mejorar la actual infraestructura tecnológica.

El edificio principal del BCE fue sometido a una prueba de deterioro al final del ejercicio sin que se haya registrado ninguna pérdida por deterioro.

6.2 Otros activos financieros

Esta partida se compone fundamentalmente de la inversión de los recursos propios del BCE mantenida como contrapartida directa de su capital y reservas y de la provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro. Además, incluye 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:

	2017 €	2016 €	Variación €
Cuentas corrientes en euros	30.000	30.000	0
Valores emitidos en euros	18.416.779.029	19.113.074.101	(696.295.072)
Adquisiciones temporales en euros	2.043.990.172	1.463.994.460	579.995.712
Otros activos financieros	41.833.941	41.830.662	3.279
Total	20.502.633.142	20.618.929.223	(116.296.081)

El descenso neto en esta partida en 2017 se debió principalmente a la reducción del valor de mercado de los valores denominados en euros mantenidos en la cartera de recursos propios del BCE.

6.3 Diferencias por valoración de partidas fuera de balance

Esta partida se compone fundamentalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2017 (véase la nota 19, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración suman 450,3 millones de euros (837,4 millones de euros en 2016) y se 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 2017, esta partida incluye los intereses devengados por cupones de valores, incluidos los intereses devengados pagados en el momento de la adquisición, por valor de 2.476,3 millones de euros (1.924,5 millones en 2016) (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 figuran incluidos dentro de esta partida a) los ingresos devengados de proyectos comunes del Eurosistema (véase la nota 27, «Otros ingresos»), b) diversos pagos anticipados y c) ingresos por intereses devengados por otros activos financieros.

6.5 Diversos

Esta partida incluye 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 con un valor de 491,6 millones de euros (804,3 millones en 2016) relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2017 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 al que las operaciones se registraron 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 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro

Los bancos centrales del Eurosistema tienen la posibilidad de aceptar efectivo como garantía en sus operaciones de préstamo de valores del PSPP, sin necesidad de reinvertirlo. En el caso del BCE, estas operaciones son realizadas a través de una entidad especializada.

A 31 de diciembre de 2017, el saldo vivo por operaciones de préstamo de valores realizadas con entidades de crédito de la zona del euro en el marco del PSPP ascendía a 1,1 mm de euros (1,9 mm en 2016). El efectivo recibido en garantía fue transferido a cuentas de TARGET2. Dado que dicho efectivo no se había invertido al final del ejercicio, estas operaciones fueron registradas en el balance (véase «Operaciones temporales» en el apartado sobre normativa contable)³².

9 Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro

9.1 Otros pasivos

Esta partida suma 1.150,1 millones de euros (1.060,0 millones en 2016) e incluye depósitos o pagos de fondos aceptados por el BCE y realizados por, o por cuenta de, los participantes en EURO1 y en RT1³³, que se utilizan como fondo de garantía para la liquidación en EURO1 o para respaldar la liquidación en RT1.

10 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro

A 31 de diciembre de 2017, el mayor componente de esta partida era un pasivo por valor de 10,1 mm de euros (4,1 mm en 2016) procedente del acuerdo de divisas recíproco de carácter permanente con el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. En el marco de este acuerdo, la Reserva Federal suministra dólares

³² Las operaciones de préstamo de valores que no dan lugar a garantías en efectivo no invertidas al final del ejercicio se registran en cuentas fuera de balance (véase la nota 16, «Programas de préstamo de valores»).

³³ EURO1 y RT1 son sistemas de pago operados por ABE CLEARING S.A.S à capital variable (EBA Clearing).

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 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»).

Esta partida incluye también un importe de 6,1 mm de euros (9,5 mm en 2016) consistente en saldos mantenidos en el BCE por BCN no pertenecientes a la zona del euro como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET2 o que son su contrapartida. La disminución de estos saldos en 2017 se debió a pagos de no residentes en la zona del euro a residentes en la zona del euro.

El resto de esta partida lo compone un saldo vivo de 3,4 mm de euros (3,1 mm en 2016) procedente de operaciones de préstamo de valores realizadas con no residentes en la zona del euro en el marco del PSPP en las cuales se recibió efectivo en garantía que fue transferido a cuentas de TARGET2 (véase la nota 8, «Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro»).

11 Cuentas 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. Esta partida permaneció sin cambios en 2017.

	Desde el 1 de enero de 2015 €
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.435.910.943
Deutsche Bundesbank	10.429.623.058
Eesti Pank	111.729.611
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	672.637.756
Bank of Greece	1.178.260.606
Banco de España	5.123.393.758
Banque de France	8.216.994.286
Banca d'Italia	7.134.236.999
Central Bank of Cyprus	87.679.928
Latvijas Banka	163.479.892
Lietuvos bankas	239.453.710
Banque centrale du Luxembourg	117.640.617
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	37.552.276
De Nederlandsche Bank	2.320.070.006
Oesterreichische Nationalbank	1.137.636.925
Banco de Portugal	1.010.318.483
Banka Slovenije	200.220.853
Národná banka Slovenska	447.671.807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728.096.904
Total	40.792.608.418

La remuneración de estas cuentas se calcula diariamente aplicando el tipo marginal más reciente de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para tener en cuenta el rendimiento nulo del componente de oro (véase la nota 22.3, «Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas»).

11.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)

En 2017, 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 de esta posición se debió principalmente a las adquisiciones netas de valores en el marco del APP (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 las adquisiciones netas se compensó en parte por el incremento del saldo relativo a las operaciones de swap realizadas con los BCN en relación con operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses.

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).

	2017 �	2016 �
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	1.263.961.444.256	1.058.484.156.256
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(1.047.197.405.166)	(908.249.140.203)
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de beneficios	987.730.460	966.234.559
Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	217.751.769.550	151.201.250.612

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 2017 (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 percibidos por adelantado

A 31 de diciembre de 2017, esta partida incluía las provisiones administrativas, los ingresos anticipados, principalmente relacionados con el Mecanismo  nico de Supervisión (véase la nota 25, «Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones»), y las periodificaciones de instrumentos financieros.

	2017 €	2016 €	Variación €
Provisiones administrativas	41.447.444	20.723.173	20.724.271
Instrumentos financieros	6.767.861	3.621.142	3.146.719
Ingresos anticipados	28.068.263	41.089.798	(13.021.535)
Reservas exteriores transferidas al BCE	0	3.611.845	(3.611.845)
Total	76.283.568	69.045.958	7.237.610

12.3 Diversos

En 2017, al igual que en el ejercicio anterior, esta partida incluía saldos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2017 por valor de 498,3 millones de euros (714,9 millones de euros en 2016) (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).

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 Supervisión empleados por el BCE. Incluye asimismo las indemnizaciones por cese de contrato de los miembros del personal del BCE.

*Prestaciones post-empleo, otras prestaciones a largo plazo e indemnizaciones por cese de contrato del BCE*³⁴

Balance

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las prestaciones post-empleo, otras prestaciones a largo plazo e indemnizaciones por cese de contrato son las siguientes:

³⁴ En todos los cuadros de este apartado, los totales pueden no coincidir debido al redondeo. Los importes relativos tanto al Comité Ejecutivo como al Consejo de Supervisión se incluyen en la columna «CE y CS».

	2017 Personal millones €	2017 CE y CS millones €	2017 Total millones €	2016 Personal millones €	2016 CE y CS millones €	2016 Total millones €
Valor actual de las obligaciones	1.510,0	28,9	1.538,9	1.361,3	27,7	1.388,9
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(1.017,1)	-	(1.017,1)	(878,0)	-	(878,0)
Obligación neta por prestación definida reflejada en el balance	492,9	28,9	521,8	483,3	27,7	510,9

En 2017, el valor actual de la obligación frente al personal de 1.510,0 millones de euros (1.361,3 millones en 2016) incluyó beneficios no financiados por importe de 224,6 millones de euros (187,0 millones en 2016) relacionados con prestaciones post-empleo distintas de las pensiones, otras prestaciones a largo plazo, e indemnizaciones por cese de contrato. El valor actual de la obligación frente a los miembros del Comité Ejecutivo y los miembros del Consejo de Supervisión de 28,9 millones de euros (27,7 millones en 2016) incluye solo beneficios no financiados para prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo.

Cuenta de pérdidas y ganancias

Las cantidades reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2017 fueron las siguientes:

	2017 Personal millones €	2017 CE y CS millones €	2017 Total millones €	2016 Personal millones €	2016 CE y CS millones €	2016 Total millones €
Coste actual del servicio	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Coste pasado del servicio	4,1	-	4,1	-	-	-
Interés neto de la obligación neta por prestación definida	10,1	0,6	10,7	9,7	0,6	10,3
<i>de las cuales:</i>						
<i>Coste por intereses sobre las obligaciones</i>	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
<i>Ingresos por los activos del Plan</i>	(18,2)	-	(18,2)	(19,5)	-	(19,5)
(Ganancias)/pérdidas por nueva medición derivadas de otras prestaciones a largo plazo	(0,9)	0,2	(0,7)	0,6	0,1	0,7
Total relacionado con la valoración actuarial	166,5	2,7	169,2	114,6	2,4	117,0
Aplicación de la provisión para el CTS	(9,0)	-	(9,0)	-	-	-
Total incluido en «Gastos de personal» tras la aplicación de la provisión	157,5	2,7	160,2	114,6	2,4	117,0

En 2017 el coste actual del servicio se incrementó hasta 155,1 millones de euros (106,0 millones en 2016), debido principalmente a la introducción del programa temporal de transición profesional (*Career Transition Support, CTS*) en 2017, dirigido a los miembros del personal con muchos años de servicio para facilitarles su transición voluntaria a una carrera profesional fuera del BCE en determinadas condiciones. El impacto de los costes de personal se vio parcialmente compensado por la aplicación de una provisión específica por importe de 9,0 millones de euros creada en 2016 para este fin.

El coste pasado del servicio en 2017 se debe a la introducción de un plan de asistencia largo plazo que es un beneficio definido del plan que cubre la asistencia no médica. El coste pasado del servicio se refiere a los pensionistas actuales que tienen derecho a recibir beneficios del nuevo plan con efectos inmediatos.

Variaciones de la obligación por prestaciones definidas, activos afectos al Plan y resultados de la revalorización

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas fueron las siguientes:

	2017 Personal millones €	2017 CE y CS millones €	2017 Total millones €	2016 Personal millones €	2016 CE y CS millones €	2016 Total millones €
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Coste actual del servicio	153,2	1,9	155,1	104,4	1,6	106,0
Coste pasado del servicio	4,1	-	4,1	-	-	-
Coste por intereses sobre las obligaciones	28,3	0,6	28,9	29,1	0,6	29,8
Aportaciones de los participantes en el Plan ³⁵	23,1	0,2	23,3	19,5	0,2	19,8
Beneficios pagados	(11,9)	(0,9)	(12,7)	(8,6)	(0,8)	(9,5)
Nueva medición (ganancias)/pérdidas	(48,1)	(0,6)	(48,7)	100,2	1,9	102,1
Obligaciones por prestación definida: situación final	1.510,0	28,9	1.538,9	1.361,3	27,7	1.388,9

En 2017, el total de las pérdidas por revalorización de 48,7 millones de euros resultantes de las obligaciones por prestaciones definidas se debieron al aumento de la tasa de descuento desde el 2 % en 2016 hasta el 2,1 % en 2017 y a la reducción de los incrementos futuros esperados de las pensiones desde el 1,4 % en 2016 hasta el 1,3 % en 2017.

En 2017, las variaciones del valor razonable de los activos afectos al Plan en relación con el sistema de prestación definida fueron las siguientes:

³⁵ Las contribuciones obligatorias pagadas por el personal del BCE son el 7,4 %, mientras que las que abona el BCE son el 20,7 % del salario base.

	2017 millones €	2016 millones €
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	878,0	755,3
Ingresos por los activos del Plan	18,2	19,5
Ganancias por nueva medición	54,6	44,7
Aportaciones del empleador	51,8	45,0
Aportaciones de los participantes en el Plan	23,1	19,5
Beneficios pagados	(8,6)	(6,0)
Valor razonable final de los activos afectos al Plan	1.017,1	878,0

En 2016 y 2017 las ganancias por 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.

Las variaciones en 2017 en los resultados por nueva medición (véase la nota 14 «Cuentas de revalorización») fueron las siguientes:

	2017 millones €	2016 millones €
Pérdidas por nueva medición al inicio	(205,1)	(148,4)
Ingresos por los activos del Plan	54,6	44,7
Ganancias/(pérdidas) de la obligación	48,7	(102,1)
Pérdidas reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias	(0,7)	0,7
Pérdidas por nueva medición incluidas en «Cuentas de revalorización»: situación final	(102,5)	(205,1)

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 derivada de las prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo:

	2017 %	2016 %
Tasa de descuento	2,10	2,00
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan ³⁶	3,10	3,00
Incrementos salariales futuros ³⁷	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros ³⁸	1,30	1,40

Por otra parte, las contribuciones voluntarias realizadas por los miembros del personal en un sistema de aportación definida en 2017 ascendieron a 149,9 millones de euros (133,2 millones en 2016). Estas contribuciones se invierten en los activos del Plan y generan una obligación correspondiente de igual valor.

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. 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.

A 31 de diciembre de 2017, la provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro ascendía a 7.619.884.851 euros, sin variación respecto a 2016. Esta cifra corresponde al importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a esa fecha.

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

³⁶ Estos supuestos se han utilizado para calcular la obligación por prestación definida del BCE, que se financia con activos con una garantía de capital subyacente.

³⁷ 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.

³⁸ 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.

(véase «Prestaciones post-empleo, otras prestaciones a largo plazo e indemnizaciones por cese de contrato del BCE» en el apartado sobre normativa contable y en la nota 12.3, «Diversos»).

	2017 €	2016 €	Variación €
Oro	13.664.030.012	13.926.380.231	(262.350.219)
Divisas	7.851.010.723	14.149.471.665	(6.298.460.942)
Valores y otros instrumentos	532.971.621	755.494.021	(222.522.400)
Obligación neta por prestación definida relativa a las prestaciones post-empleo	(102.540.109)	(205.078.109)	102.538.000
Total	21.945.472.247	28.626.267.808	(6.680.795.561)

El descenso de las cuentas de revalorización se debe principalmente a la apreciación del euro frente al dólar estadounidense y al yen japonés en 2017.

Los tipos de cambio aplicados para la revalorización de final de año fueron:

Tipos de cambio	2017	2016
Dólares estadounidenses por euro	1,1993	1,0541
Yenes por euro	135,01	123,40
Renminbis por euro	7,8044	7,3202
Euros por DEG	1,1876	1,2746
Euros por onza de oro fino	1.081,881	1.098,046

15 Capital y reservas

15.1 Capital

El capital suscrito del BCE asciende a 10.825.007.069 euros. El importe del capital desembolsado por los BCN de la zona del euro y los BCN no pertenecientes a la zona del euro es de 7.740.076.935 euros.

Los BCN de la zona del euro han desembolsado íntegramente su participación en el capital suscrito que desde el 1 de enero de 2015 asciende a 7.619.884.851 euros, como se muestra en el siguiente cuadro³⁹.

³⁹ Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. En consecuencia, los totales que figuran en los cuadros pueden no coincidir debido al redondeo

	Clave de capital desde el 1 de enero de 2015 ⁴⁰ %	Capital desembolsado desde el 1 de enero de 2015 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4778	268.222.025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1.948.208.997
Eesti Pank	0,1928	20.870.614
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland	1,1607	125.645.857
Bank of Greece	2,0332	220.094.044
Banco de España	8,8409	957.028.050
Banque de France	14,1792	1.534.899.402
Banca d'Italia	12,3108	1.332.644.970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16.378.236
Latvijas Banka	0,2821	30.537.345
Lietuvos bankas	0,4132	44.728.929
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21.974.764
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0648	7.014.605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433.379.158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212.505.714
Banco de Portugal	1,7434	188.723.173
Banka Slovenije	0,3455	37.400.399
Národná banka Slovenska	0,7725	83.623.180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136.005.389
Total	70,3915	7.619.884.851

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. Desde el 1 de enero de 2015, los desembolsos por este concepto ascienden a un total de 120.192.083 euros. Los BCN de los países no pertenecientes a la zona del euro no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro han desembolsado los siguientes importes:

⁴⁰ Las participaciones de los BCN en la clave para la suscripción de capital del BCE se modificaron por última vez el 1 de enero de 2014. No obstante, el 1 de enero de 2015, debido a la incorporación de Lituania a la zona del euro, la proporción de la clave de capital total de los BCN de la zona del euro en el capital total de BCE se incrementó, mientras que la proporción de la clave de capital total de los BCN no pertenecientes a la zona del euro se redujo. Desde esa fecha no se han producido variaciones.

	Clave de capital desde el 1 de enero de 2015 %	Capital desembolsado desde el 1 de enero de 2015 €
Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)	0,8590	3.487.005
Česká národní banka	1,6075	6.525.450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6.037.512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2.444.963
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5.601.129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20.796.192
Banca Națională a României	2,6024	10.564.124
Sveriges Riksbank	2,2729	9.226.559
Bank of England	13,6743	55.509.148
Total	29,6085	120.192.083

Instrumentos fuera de balance

16 Programas de préstamo de valores

Para la gestión de sus fondos propios, el BCE tiene un acuerdo relativo a un programa de préstamo de valores, por el que una entidad especializada realiza operaciones de préstamo de valores por cuenta del BCE.

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 (CBPP), así como sus tenencias de valores comprados en el ámbito del PSPP y los adquiridos en virtud del SMP que son también admisibles para su adquisición en el marco del PSPP⁴¹.

A menos que estas operaciones de préstamo de valores se lleven a cabo con garantías en efectivo no invertidas al final del ejercicio, se registran en cuentas fuera de balance⁴². A 31 de diciembre de 2017 seguían vivas tales operaciones de préstamo de valores por valor de 13,4 mm de euros (10,9 mm de euros en 2016). De este importe, 7,2 mm de euros (3,9 mm de euros en 2016) estaban relacionados con el préstamo de valores mantenidos con fines de política monetaria.

17 Futuros sobre tipos de interés

A 31 de diciembre de 2017 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	2017 Valor contractual €	2016 Valor contractual €	Variación €
Adquisiciones	6.518.052.197	558.770.515	5.959.281.682
Ventas	6.584.789.977	2.258.798.975	4.325.991.002

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 2017 existían operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas con un valor nominal de 415,9 millones de euros (378,3 millones en 2016).

⁴¹ El BCE no adquiere valores en el marco del CSPP, por lo que no posee tenencias asociadas con este programa disponibles para operaciones de préstamo.

⁴² Si al final del ejercicio las garantías en efectivo no se hubieran invertido, estas operaciones se registran en cuentas fuera de balance (véase la nota 8, «Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro», y la nota 10 «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

Estas operaciones se realizaron 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 2017 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 que seguían vivos a 31 de diciembre de 2017 se presentan a los tipos de mercado de fin de año:

Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas	2017 €	2016 €	Variación €
Activos	2.731.848.697	3.123.544.615	(391.695.918)
Pasivos	2.719.012.506	2.855.828.167	(136.815.661)

Operaciones de inyección de liquidez

Activos y pasivos denominados en dólares estadounidenses con fecha de liquidación en 2017 surgidos como consecuencia del suministro de liquidez en dólares estadounidenses a las entidades de contrapartida del Eurosistema (véase la nota 10, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»).

20 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo

En 2017, 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 2017, 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 cuatro 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 doce demandas similares. Se presentaron recursos contra ocho de estos fallos y en 2016 el Tribunal de Justicia de la Unión Europea confirmó la inadmisibilidad de las demandas o falló a favor del BCE en estos recursos. 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 constitutivo del 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:

	2017 €	2016 €	Variación €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	5.111.897	1.499.288	3.612.609
Ingresos por intereses de depósitos en el mercado monetario	54.839.007	18.095.835	36.743.172
Ingresos/gastos por intereses de cesiones temporales de valores	(1.101.476)	(34.017)	(1.067.459)
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	37.067.062	12.745.338	24.321.724
Ingresos por intereses de valores	389.779.270	304.958.993	84.820.277
Ingresos/(gastos) netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	(109.873)	19.080	(128.953)
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	48.575.683	33.157.253	15.418.430
Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)	534.161.570	370.441.770	163.719.800

En 2017, 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.

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 la nota 5.1, «Activos relacionados con la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»). En 2017, el valor de estos ingresos por intereses fue cero, lo que refleja el hecho de que el tipo aplicable a las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 0 % durante todo el año.

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 (véase la

nota 11.1, «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera») figura en este apartado. En 2017, esta remuneración fue cero, lo que refleja el hecho de que el tipo aplicable a las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 0 % durante todo el año.

22.4 Otros ingresos por intereses y otros gastos por intereses

En 2017 estas partidas incluían principalmente ingresos netos por intereses por valor de 1,1 mm de euros (1,0 mm de euros en 2016) de los valores adquiridos por el BCE con fines de política monetaria. De este importe, 0,6 mm de euros (0,4 mm de euros en 2016) corresponden a los ingresos netos por intereses de los valores adquiridos en el marco del marco APP y 0,4 mm de euros (0,5 mm de euros en 2016) a ingresos netos por intereses de los valores adquiridos en el marco del SMP, de los que 154,5 millones de euros (185,3 millones de euros en 2016) correspondieron a las tenencias de bonos griegos del BCE en el programa SMP.

El resto de estas partidas se componían principalmente de ingresos por intereses y gastos de la cartera de recursos propios del BCE (véase la nota 6.2, «Otros activos financieros»), así como de otros saldos que devengan intereses.

23 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras en 2017 fueron las siguientes:

	2017 €	2016 €	Variación €
Ganancias netas realizadas por precio	22.249.008	159.456.244	(137.207.236)
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	138.820.035	65.085.498	73.734.537
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	161.069.043	224.541.742	(63.472.699)

Las ganancias netas realizadas por precio incluyeron las ganancias y pérdidas realizadas en valores, futuros sobre tipos de interés y *swaps* de tipos de interés. En 2017, el descenso de las ganancias netas realizadas por precio se debió principalmente a la disminución de las ganancias realizadas por precio en la cartera en dólares estadounidenses.

El aumento general de las ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro se debió principalmente a la venta de una pequeña parte de las tenencias en dólares estadounidenses a fin de financiar la creación de la cartera⁴³ en renminbis chinos (véase la nota 2.2 «Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro»).

⁴³ Véase la nota de prensa del BCE de [martes, 13 de junio de 2017](#).

24 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

En 2017, las minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras fueron las siguientes:

	2017 €	2016 €	Variación €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(78.577.070)	(148.159.250)	69.582.180
Pérdidas no realizadas por precio de los swaps de tipos de interés	(26.556.261)	(12.760)	(26.543.501)
Total	(105.133.331)	(148.172.010)	43.038.679

El valor de mercado de diversos valores mantenidos en la cartera en dólares estadounidenses registró un descenso adicional en 2017, junto con un incremento de los rendimientos correspondientes, lo que se tradujo en pérdidas no realizadas por precio durante el ejercicio.

Las pérdidas no realizadas por tipo de cambio se deben principalmente a la amortización del coste medio de adquisición de las tenencias del BCE en renminbis chinos a su tipo de cambio de fin de año debido a la depreciación de esta moneda frente al euro desde que se hicieron las compras.

25 Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones

	2017 €	2016 €	Variación €
Ingresos por honorarios y comisiones	452.095.734	382.191.051	69.904.683
Gastos por honorarios y comisiones	(12.025.845)	(10.868.282)	(1.157.563)
Ingresos netos por honorarios y comisiones	440.069.889	371.322.769	68.747.120

En 2017, los ingresos de este apartado recogen principalmente las tasas de supervisión y las sanciones administrativas impuestas a las entidades supervisadas por incumplimiento de la normativa bancaria de la UE sobre requisitos prudenciales (incluidas las decisiones de supervisión del BCE). Los gastos comprenden principalmente los honorarios por custodia, además de 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 hasta final de marzo de 2017⁴⁴.

⁴⁴ Véase la nota de prensa del BCE de [15 de diciembre de 2016](#).

Ingresos y gastos relacionados con las funciones de supervisión

En noviembre de 2014, el BCE asumió sus funciones de supervisión de conformidad con el artículo 33 del Reglamento del MUS⁴⁵. A fin de recuperar los gastos realizados en el ejercicio de sus funciones de supervisión el BCE cobra tasas anuales a las entidades supervisadas. El BCE anunció en abril de 2017 que las tasas anuales de supervisión de 2017 ascenderían a 425,0 millones de euros⁴⁶. Este importe se basó en una estimación del gasto anual para 2017 de 464,7 millones de euros, después de ajustes para tener en cuenta i) el superávit de 41,1 millones de euros correspondiente a las tasas de supervisión cobradas en 2016; ii) los importes devueltos en relación con cambios en el número o la condición de las entidades supervisadas⁴⁷.

Sobre la base del gasto realizado por el BCE en sus actividades de supervisión bancaria, los ingresos por tasas de supervisión en 2017 fueron de 436,7 millones de euros. El superávit neto de 27,9 millones de euros procedente de la diferencia entre el gasto estimado (464,7 millones de euros) y el gasto efectivamente realizado (436,7 millones de euros) para 2017 se recoge en la partida «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos percibidos por adelantado» (véase la nota 12.2 «Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos percibidos por adelantado»), y se compensará con las tasas de supervisión que se recaudarán en 2018.

El BCE también puede imponer sanciones administrativas a las entidades supervisadas que no cumplan las obligaciones establecidas en la regulación bancaria de la UE sobre requisitos prudenciales (incluidas las decisiones de supervisión del BCE)⁴⁸. Los ingresos correspondientes no se consideran en el cálculo de las tasas anuales de supervisión, sino que se registran como un ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE y se distribuye a los BCN de la zona del euro como parte del régimen de distribución de beneficios. En 2017, el importe de las sanciones impuestas por el BCE a las entidades supervisadas ascendió a 15,3 millones de euros.

En consecuencia, los ingresos del BCE relacionados con sus funciones de supervisión en 2017 fueron los siguientes:⁴⁹

⁴⁵ Reglamento (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (DO L 287 de 29.10.2013, p. 63).

⁴⁶ Este importe se facturó en octubre de 2017 con vencimiento a 30 de noviembre de 2017.

⁴⁷ De conformidad con el artículo 7 del Reglamento (UE) n° 1163/2014 del Banco Central Europeo, de 22 de octubre de 2014, sobre las tasas de supervisión (BCE/2014/41) (DO L 311 de 31.10.2014, p. 23), si i) una entidad o grupo supervisados solo es supervisado durante una parte del período de la tasa o ii) cambia la condición de una entidad o grupo supervisados de significativa a menos significativa o viceversa, se modifican las tasas de supervisión individuales. Estos importes recibidos o reembolsados se tienen en cuenta para el cálculo del total de las tasas de supervisión anuales a cobrar en años siguientes.

⁴⁸ Pueden consultarse más detalles sobre las sanciones administrativas que impone el BCE [en el sitio web de Supervisión Bancaria del BCE](#).

⁴⁹ Cifras redondeadas a la unidad de euro más próxima. En consecuencia, los totales que figuran en los cuadros pueden no coincidir debido al redondeo

	2017 €	2016 €	Variación €
Tasas de supervisión	436.746.219	382.151.355	54.594.864
de las cuales:			
<i>Tasas exigibles a las entidades o grupos significativos</i>	397.493.784	338.418.328	59.075.456
<i>Tasas exigibles a las entidades o grupos menos significativos</i>	39.252.435	43.733.027	(4.480.592)
Sanciones administrativas impuestas	15.300.000	0	15.300.000
Total ingresos por funciones de supervisión bancaria	452.046.219	382.151.355	69.894.864

Los gastos relacionados con la supervisión bancaria se derivan de la supervisión directa de las entidades de crédito 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 con las funciones de apoyo entre las que se encuentran equipamiento y mantenimiento, gestión de recursos humanos, servicios administrativos, presupuesto y control, contabilidad, servicios jurídicos, auditoría interna, estadística y servicios de tecnologías de la información necesarios para el cumplimiento de las funciones de supervisión del BCE.

Además, el cobro de un importe de 11,2 millones de euros relacionado con las sanciones administrativas impuestas por el BCE a una entidad supervisada se consideró incierto, dado que la licencia bancaria de esta entidad ha sido posteriormente revocada y está siendo liquidada. Conforme al principio de prudencia, se creó una cobertura por el importe íntegro de este concepto al final del ejercicio (véase la nota 31, «Otros gastos»). El gasto correspondiente no se consideró en el cálculo de las tasas anuales de supervisión, aunque se registró en la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE y reduce su resultado neto.

El total de los gastos realizados en 2017 relacionados con las funciones de supervisión del BCE se desglosan como sigue:

	2017 €	2016 €	Variación €
Salarios y prestaciones	215.017.183	180.655.666	34.361.517
Alquiler y mantenimiento de edificios	52.959.161	58.103.644	(5.144.483)
Otros gastos corrientes	168.769.875	143.392.045	25.377.830
Gastos relacionados con las funciones de supervisión bancaria relevantes para las tasas de supervisión	436.746.219	382.151.355	54.594.864
Cobertura para las sanciones administrativas inciertas	11.200.000	0	11.200.000
Total gastos por funciones de supervisión bancaria	447.946.219	382.151.355	65.794.864

El aumento del número total de empleados de la supervisión bancaria del BCE y un incremento de los costes por apoyo de consultores externos, principalmente en relación con la revisión específica de los modelos internos (TRIM, en sus siglas en inglés) contribuyeron al aumento de los gastos relacionados con la supervisión bancaria en 2017 en comparación con 2016.

26 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.

27 Otros ingresos

Los otros ingresos obtenidos durante 2017 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.

28 Gastos de personal

El aumento de la cifra media de empleados contratados por el BCE en 2017 y los gastos relacionados con las indemnizaciones por cese de contrato derivadas del CTS introducido por el BCE en 2017 (véase el apartado 12.3, «Diversos»), se tradujeron en un incremento de los gastos de personal.

Esta partida incluye salarios, complementos salariales, primas de seguros y gastos diversos por importe de 366,0 millones de euros (349,5 millones en 2016). También recoge el importe de 169,2 millones de euros (117,0 millones en 2016) correspondiente a planes de pensiones, prestaciones post-empleo, otras prestaciones a largo plazo y indemnizaciones por cese de contrato del BCE (véase la nota 12.3, «Diversos»).

La estructura de salarios y de complementos salariales se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo de las instituciones 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 pueden recibir una remuneración adicional 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 2017, 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) fueron⁵⁰:

	2017 €	2016 ⁵¹ €
Mario Draghi (Presidente)	396.900	389.760
Vitor Constâncio (Vicepresidente)	340.200	334.080
Peter Praet (Miembro del Comité Ejecutivo)	283.488	278.388
Benoît Cœuré (Miembro del Comité Ejecutivo)	283.488	278.388
Yves Mersch (Miembro del Comité Ejecutivo)	283.488	278.388
Sabine Lautenschläger (Miembro del Comité Ejecutivo)	283.488	278.388
Total Comité Ejecutivo	1.871.052	1.837.392
Total Consejo de Supervisión (miembros empleados por el BCE)⁵²	793.817	632.060
de las cuales:		
<i>Danièle Nouy (Presidenta del Consejo de Supervisión)</i>	283.488	278.388
Total	2.664.869	2.469.452

Además, en 2017 la remuneración de los miembros a tiempo parcial del Consejo de Supervisión ascendió a 96.470 euros (343.341 euros en 2016).

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 852.998 euros (807.475 euros en 2016). El incremento comparado con 2016 se debió principalmente a la incorporación de un nuevo miembro al Consejo de Supervisión en febrero de 2017.

Las pensiones, incluidas las prestaciones post-empleo, abonadas a antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios y las aportaciones a los seguros médico y de accidentes ascendieron a 857.476 euros (834.668 en 2016)⁵³.

Al final de 2017, el BCE tenía el equivalente a 3.384 empleados a tiempo completo⁵⁴, de los que 330 ocupaban cargos directivos. La variación en el número de empleados a lo largo de 2017 fue como sigue:

⁵⁰ Los importes se presentan en cifras brutas, es decir, antes de deducciones fiscales de la Unión Europea.

⁵¹ Los salarios del presidente y del vicepresidente publicados el año pasado incluían el ajuste salarial general anual (ASG). A otros miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión, el ASG se aplicó retroactivamente en 2017.

⁵² A excepción de Sabine Lautenschläger, vicepresidenta del Consejo de Supervisión, cuyo salario figura con los de los demás miembros del Comité Ejecutivo.

⁵³ Para el importe neto registrado en la cuenta de pérdidas y ganancias en relación con los acuerdos de pensiones para los miembros activos del Comité Ejecutivo y los miembros del Consejo de Supervisión, véase la nota 12.3 «Diversos».

⁵⁴ 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.

	2017	2016
Total de empleados a final del año anterior	3.171	2.871
Nuevos empleados	726	725
Bajas/finalización de contrato	(443)	(380)
Incremento/(disminución) neto debido a cambios de los patrones de trabajo a tiempo parcial	(70)	(45)
Total de empleados a 31 de diciembre	3.384	3.171
<i>de las cuales:</i>		
<i>Bajas/finalización de contrato a 31 de diciembre</i>	<i>113</i>	<i>80</i>
Cifra media de empleados	3.254	3.007

29 Gastos de administración

El importe de esta partida, que asciende a 463,2 millones de euros, (414,2 millones de euros en 2016) 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 y formación.

30 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.

31 Otros gastos

En 2017, esta partida incluyó una cobertura para las sanciones administrativas impuestas por el BCE a una entidad supervisada cuyo cobro se consideró incierto (véase la nota 25, «Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones»).



Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Mergenthalerallee 3-5
65760 Eschborn/Frankfurt/M.
Postfach 53 23
65728 Eschborn/Frankfurt/M.

Claus-Peter Wagner
Managing Partner Financial Services
Telefon +49 6196 996 26512
Telefax +49 181 3943 26512
claus-peter.wagner@de.ey.com
www.de.ey.com

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

14 February 2018

Independent auditor's report

Opinion

We have audited the financial statements of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2017, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

In our opinion, the accompanying financial statements of the European Central Bank give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as at 31 December 2017 and of the results of its operations for the year then ended, in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended.

Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements section of our report. We are independent of the European Central Bank in accordance with the German ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, which are consistent with the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants (IESBA Code) and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Responsibilities of the European Central Bank's Executive Board and Those Charged with Governance for the Financial Statements

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the principles established by the Governing Council, which are laid down in Decision (EU) 2016/2247 of the ECB of 3 November 2016 on the annual accounts of the ECB (ECB/2016/35), as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Executive Board is responsible for using the going concern basis of accounting in accordance with Article 4 of the applicable Decision (ECB/2016/35), as amended.

Those charged with governance are responsible for overseeing the European Central Bank's financial reporting process.

Auditor's Responsibilities for the Audit of the Financial Statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit 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.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditor's report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

We also provide those charged with governance with a statement that we have complied with relevant ethical requirements regarding independence, and to communicate with them all relationships and other matters that may reasonably be thought to bear on our independence, and where applicable, related safeguards.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer



Victor Veger
Certified Public Accountant

Este documento, facilitado por el BCE, es una traducción no oficial del informe de auditoría externa 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

14 de febrero de 2018

Informe de auditoría independiente

Opinión

Hemos auditado los estados financieros del Banco Central Europeo, que comprenden el balance a 31 de diciembre de 2017, la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado en esa fecha, y un resumen de la normativa contable relevante y otras notas explicativas.

A nuestro parecer, los estados financieros del Banco Central Europeo ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del Banco Central Europeo a 31 de diciembre de 2017 y del resultado de sus operaciones durante el período finalizado en esa fecha, con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno, recogidos en la Decisión (UE) 2016/2247 del BCE, de 3 de noviembre de 2016, sobre las cuentas anuales del BCE (BCE/2016/35), en su versión modificada.

Fundamento de nuestra opinión

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de acuerdo con las normas internacionales de auditoría. Nuestro papel en virtud de dichas normas se describe detalladamente en el apartado Responsabilidades del auditor en relación con la auditoría de los estados financieros que figura más abajo. Somos independientes del Banco Central Europeo conforme a las normas éticas alemanas relevantes para nuestra auditoría de los estados financieros, las cuales están en consonancia con el Código de Ética para Profesionales de la Contabilidad publicado por el Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores, y cumplimos las demás responsabilidades éticas en virtud de dichas normas. Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido proporciona una base suficiente y adecuada para nuestra opinión.

Responsabilidades del Comité Ejecutivo y de los responsables de la gobernanza del Banco Central Europeo en relación con los estados financieros

El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación y presentación fiel de los estados financieros con arreglo a los principios establecidos por el Consejo de Gobierno y recogidos en la Decisión (UE) 2016/2247 del BCE, de 3 de noviembre de 2016, sobre las cuentas anuales del BCE (BCE/2016/35), en su versión modificada, y de adoptar todas las medidas de control interno que estime necesarias para posibilitar la preparación de estados financieros libres de incorrecciones materiales debidas a fraude o error.

En la elaboración de los estados financieros, el Comité Ejecutivo es responsable de utilizar el principio de empresa en funcionamiento de conformidad con el artículo 4 de la Decisión BCE/2016/35, en su versión modificada.

Los responsables de la gobernanza son responsables de supervisar el proceso de información financiera del Banco Central Europeo.

Responsabilidades del auditor en relación con la auditoría de los estados financieros

Nuestros objetivos son obtener un grado razonable de certeza sobre la inexistencia de incorrecciones materiales en los estados financieros, debidas a fraude o error, y emitir un informe de auditoría que incluya nuestra opinión. Un grado razonable de certeza implica un nivel de seguridad elevado, pero no garantiza que una auditoría llevada a cabo conforme a las normas internacionales de auditoría detecte siempre una incorrección material cuando esta exista. Una incorrección puede deberse a un fraude o error y se considera material si pudiera razonablemente esperarse que, individual o agregadamente, influya en decisiones económicas adoptadas por sus usuarios sobre la base de los estados financieros.

De conformidad con las normas internacionales de auditoría, aplicamos nuestro juicio profesional y actuamos con escepticismo profesional durante toda la auditoría. Asimismo:

- Identificamos y evaluamos riesgos de incorrección material en los estados financieros, sean debidos a fraude o error, diseñamos y aplicamos procedimientos de auditoría en respuesta a tales riesgos, y obtenemos evidencia de auditoría suficiente y adecuada para sustentar nuestra opinión. El riesgo de no detectar una incorrección material es mayor cuando esta se deriva de un fraude que cuando se deriva de un error, ya que el fraude puede implicar colusión, falsedad, omisión intencionada, tergiversación o elusión de controles internos.
- Estudiamos los controles internos relevantes para la auditoría a fin de determinar procedimientos de auditoría adecuados a las circunstancias, y no con la finalidad de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno de la entidad.
- Evaluamos la idoneidad de las normas contables aplicadas y la aceptabilidad de las estimaciones contables, así como la correspondiente presentación de información por la dirección.
- Emitimos conclusiones sobre la adecuación del uso del principio contable de empresa en funcionamiento por la dirección y, a partir de la evidencia de auditoría obtenida, sobre si existe incertidumbre material en relación con circunstancias o condiciones que puedan poner significativamente en duda la capacidad de la entidad para continuar como empresa en funcionamiento. Si concluimos que existe incertidumbre material, debemos llamar la atención en nuestro informe de auditoría sobre la información relevante de los estados financieros y, si dicha información no es adecuada, modificar nuestra opinión. Nuestras conclusiones se basan en la evidencia de auditoría obtenida hasta la fecha de nuestro informe.
- Evaluamos la presentación general, estructura y contenido de los estados financieros, incluida la información pertinente, y si los estados financieros expresan un imagen fiel de las operaciones y actuaciones a que se refieren.

Mantenemos comunicaciones con los responsables de la gobernanza en relación con, entre otras cosas, el alcance y el momento de realización de la auditoría previstos y los hallazgos de auditoría significativos, incluida cualquier deficiencia significativa en el control interno que identifiquemos durante nuestra auditoría.

También proporcionamos a los responsables de la gobernanza una declaración de que hemos cumplido los requerimientos éticos en materia de independencia aplicables, y les comunicamos todas las relaciones y otros asuntos de auditoría que razonablemente pudieran tener un efecto sobre nuestra independencia, y en los que casos que proceda, las salvaguardas aplicadas.

Atentamente,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Victor Veger
Certified Public Accountant

Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas

Esta nota no forma parte de los estados financieros del BCE de 2017.

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 desembolsadas⁵⁵.

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 SEBC⁵⁶.

El beneficio neto del BCE en 2017 ascendió a 1.274,7 millones de euros. De conformidad con una decisión del Consejo de Gobierno, el 31 de enero de 2018 se realizó una distribución provisional de beneficios, por importe de 987,7 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 287,0 millones de euros a los BCN de la zona del euro.

	2017 €	2016 €
Beneficio del ejercicio	1.274.761.507	1.193.108.250
Distribución provisional de beneficios	(987.730.460)	(966.234.559)
Beneficios del ejercicio tras la distribución provisional de beneficios	287.031.047	226.873.691
Distribución de los beneficios restantes	(287.031.047)	(226.873.691)
Total	0	0

⁵⁵ 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.

⁵⁶ 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.

Abreviaturas

ABSPP	programa de compras de bonos de titulización de activos
APP	programa de compras de activos
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBPP	programa de adquisiciones de bonos garantizados
CNY	renminbi chino
CSPP	programa de compras de bonos corporativos
CTS	programa de transición profesional
ABE	Asociación Bancaria Europea
BCE	Banco Central Europeo
ES	déficit previsto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
UE	Unión Europea
ASG	ajuste salarial general
FMI	Fondo Monetario Internacional
TI	tecnologías de la información
BCN	banco central nacional
ORC	Comité de Riesgos Operacionales
ORM	gestión de riesgos operacionales
PSPP	programa de compras de valores públicos
RMC	Comité de Gestión de Riesgos
DEG	Derecho Especial de Giro
SMP	programa para los mercados de valores
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
TARGET2	sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real
TRIM	revisión específica de modelos internos
VaR	valor en riesgo

Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2017¹

(millones de euros)²

ACTIVO	31 de diciembre 2017	31 de diciembre 2016
1 Oro y derechos en oro	376.300	382.061
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	296.217	327.859
2.1 Activos frente al FMI	70.214	78.752
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	226.002	249.107
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	38.058	30.719
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	19.364	19.082
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	19.364	19.082
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	764.310	595.873
5.1 Operaciones principales de financiación	3.372	39.131
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	760.639	556.570
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	299	172
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	37.563	69.134
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	2.660.726	1.974.866
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria	2.386.012	1.653.995
7.2 Otros valores	274.714	320.870
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	25.015	26.460
9 Otros activos	254.010	235.384
Total activo	4.471.563	3.661.439

¹ Basado en datos provisionales no auditados. Las cuentas anuales de los BCN se cerrarán antes de final de mayo de 2018 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 2017	31 de diciembre 2016
1 Billetes en circulación	1.170.716	1.126.215
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	1.881.596	1.313.264
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	1.185.792	888.988
2.2 Facilidad de depósito	695.801	424.208
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	2	69
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	20.984	9.427
4 Certificados de deuda emitidos	0	0
5 Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro	286.889	220.760
5.1 Administraciones Públicas	168.457	114.887
5.2 Otros pasivos	118.432	105.873
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	355.381	205.678
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.830	3.644
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.254	9.301
8.1 Depósitos y otros pasivos	11.254	9.301
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	55.218	59.263
10 Otros pasivos	225.543	218.929
11 Cuentas de revalorización	357.852	394.357
12 Capital y reservas	102.298	100.601
Total pasivo	4.471.563	3.661.439

Statistical section

1. Financial and monetary developments	S2
2. Economic activity	S14
3. Prices and costs	S28
4. Exchange rates and balance of payments	S35
5. Fiscal developments	S40

Further information

ECB statistics:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Specific methodological note

Multi-annual averages of growth rates are calculated using the geometric mean. For all the other indicators included in this section, the multi-annual averages are computed using the arithmetic mean.

Cut-off date for the Statistical section

The cut-off date for the statistics included in the Statistical section was 15 March 2018.

Conventions used in the table

-	data do not exist/data are not applicable	(p)	provisional
.	data are not yet available	s.a.	seasonally adjusted
...	nil or negligible	n.s.a.	non-seasonally adjusted

1 Financial and monetary developments

1.1 Key ECB interest rates

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)

With effect from: ¹⁾	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility	
			Fixed rate tenders	Variable rate tenders			
	Level	Change	Fixed rate	Minimum bid rate	Change	Level	Change
			Level	Level			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 Jan. ²⁾	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22 Jan.	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 Apr.	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 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 June 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 Aug.	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 Dec.	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 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
2005 6 Dec.	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 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 Aug.	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 Dec.	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 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
2008 9 July	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 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75
2009 21 Jan.	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 Apr.	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 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25
13 July	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 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25
2012 11 July	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 June	-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 Dec.	-0.30	-0.10	0.05	-	...	0.30	...
2016 16 Mar.	-0.40	-0.10	0.00	-	-0.05	0.25	-0.05

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 the date refers both to the deposit and marginal lending facilities, and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

1 Financial and monetary developments

1.2 Eurosystem monetary policy operations allotted through tender procedures ¹⁾

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

1.2.1 Main and longer-term refinancing operations ^{2), 3)}

Date of settlement	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days
				Fixed rate	Minimum bid rate	Marginal rate ⁴⁾	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2017 18 Oct.	3,821	40	3,821	0.00	-	-	-	7
25 Oct.	5,311	38	5,311	0.00	-	-	-	7
1 Nov.	2,995	34	2,995	0.00	-	-	-	7
8 Nov.	2,703	38	2,703	0.00	-	-	-	7
15 Nov.	2,844	38	2,844	0.00	-	-	-	7
22 Nov.	2,976	42	2,976	0.00	-	-	-	7
29 Nov.	4,994	44	4,994	0.00	-	-	-	7
6 Dec.	2,256	30	2,256	0.00	-	-	-	7
13 Dec.	1,919	29	1,919	0.00	-	-	-	7
20 Dec.	3,372	42	3,372	0.00	-	-	-	14
Longer-term refinancing operations ^{5), 6)}								
2017 30 Mar.	1,314	28	1,314	0.00	-	-	-	91
27 Apr.	1,470	26	1,470	0.00	-	-	-	91
1 June	3,050	26	3,050	0.00	-	-	-	91
29 June	2,667	27	2,667	0.00	-	-	-	91
27 July	2,860	23	2,860	0.00	-	-	-	91
31 Aug.	2,899	24	2,899	0.00	-	-	-	91
28 Sep.	2,531	22	2,531	0.00	-	-	-	84
26 Oct.	2,498	18	2,498	0.00	-	-	-	98
30 Nov.	2,883	21	2,883	0.00	-	-	-	91
21 Dec. ⁷⁾	2,367	21	2,367	.	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) With effect from April 2002, split tender operations (i.e. operations with a one-week maturity conducted as standard tender procedures in parallel with a main refinancing operation) are classified as main refinancing operations.

3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tender procedures. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids. On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October 2008, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. On 4 March 2010 the ECB decided to return to variable rate tender procedures in the regular three-month longer-term refinancing operations, starting with the operation to be allotted on 28 April 2010 and settled on 29 April 2010.

4) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

5) For the operations settled on 22 December 2011 and 1 March 2012, after one year counterparties have the option to repay any part of the liquidity that they have been allotted in these operations, on any day that coincides with the settlement day of a main refinancing operation.

6) Targeted longer-term refinancing operation. Further information can be found in the "Monetary Policy" section of the ECB's website (<https://www.ecb.europa.eu>) under "Instruments" then "Open market operations".

7) In this longer-term refinancing operation, the rate at which all bids are satisfied is indexed to the average minimum bid rate in the main refinancing operations over the life of the operation. The interest rates displayed for these indexed longer-term refinancing operations have been rounded to two decimal places. For the precise calculation method, please refer to the Technical Notes.

1.2.2 Other tender operations

Date of settlement	Type of operation	Bids (amount)	Number of participants	Allotment (amount)	Fixed rate tender procedures	Variable rate tender procedures			Running for (...) days		
					Fixed rate	Minimum bid rate	Maximum bid rate	Marginal rate ²⁾		Weighted average rate	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2014 9 Apr.	Collection of fixed-term deposits	192,515	156	172,500	-	-	0.25	0.24	0.22	7	
16 Apr.	Collection of fixed-term deposits	153,364	139	153,364	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
23 Apr.	Collection of fixed-term deposits	166,780	139	166,780	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
30 Apr.	Collection of fixed-term deposits	103,946	121	103,946	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
7 May	Collection of fixed-term deposits	165,533	158	165,533	-	-	0.25	0.25	0.23	7	
14 May	Collection of fixed-term deposits	144,281	141	144,281	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
21 May	Collection of fixed-term deposits	137,465	148	137,465	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
28 May	Collection of fixed-term deposits	102,878	119	102,878	-	-	0.25	0.25	0.25	7	
4 June	Collection of fixed-term deposits	119,200	140	119,200	-	-	0.25	0.25	0.24	7	
11 June	Collection of fixed-term deposits	108,650	122	108,650	-	-	0.15	0.15	0.13	7	

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2017 are displayed in each category.

2) In liquidity-providing (absorbing) operations, the marginal rate refers to the lowest (highest) rate at which bids were accepted.

1 Financial and monetary developments

1.3 Long-term government bond yields ¹⁾

(percentages per annum; period averages)

	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	4.5	2.3	1.7	0.8	0.5	0.7
Germany	3.0	4.3	1.5	1.2	0.5	0.1	0.3
Estonia ³⁾
Ireland	4.2	4.4	4.0	2.4	1.2	0.7	0.8
Greece	7.5	4.8	10.4	6.9	9.7	8.4	6.0
Spain	4.0	4.4	3.5	2.7	1.7	1.4	1.6
France	3.3	4.4	2.1	1.7	0.8	0.5	0.8
Italy	4.1	4.6	3.5	2.9	1.7	1.5	2.1
Cyprus	5.2	5.3	5.0	6.0	4.5	3.8	2.6
Latvia	4.9	5.3	4.6	2.5	1.0	0.5	0.8
Lithuania	4.7	5.2	4.3	2.8	1.4	0.9	0.3
Luxembourg	3.0	4.1	1.8	1.3	0.4	0.3	0.5
Malta	3.9	5.0	3.0	2.6	1.5	0.9	1.3
Netherlands	3.2	4.4	1.8	1.5	0.7	0.3	0.5
Austria	3.3	4.4	2.0	1.5	0.7	0.4	0.6
Portugal	5.0	4.5	5.5	3.8	2.4	3.2	3.1
Slovenia	4.2	5.1	3.5	3.3	1.7	1.1	1.0
Slovakia	4.0	5.3	2.8	2.1	0.9	0.5	0.9
Finland	3.2	4.4	1.8	1.4	0.7	0.4	0.5
Euro area	3.6	4.4	2.7	2.0	1.2	0.9	1.1
Bulgaria	4.4	5.0	4.0	3.3	2.5	2.3	1.6
Czech Republic	3.4	4.6	2.3	1.6	0.6	0.4	1.0
Denmark	3.2	4.5	1.7	1.3	0.7	0.3	0.5
Croatia	5.1	5.1	5.0	4.1	3.6	3.5	2.8
Hungary	6.5	7.3	5.8	4.8	3.4	3.1	3.0
Poland	5.4	6.6	4.4	3.5	2.7	3.0	3.4
Romania	6.2	7.3	5.7	4.5	3.5	3.3	4.0
Sweden	3.2	4.5	1.8	1.7	0.7	0.5	0.7
United Kingdom	3.6	4.8	2.2	2.1	1.8	1.2	1.2
European Union	3.7	4.6	2.8	2.2	1.4	1.1	1.3
United States	3.6	4.7	2.5	2.5	2.1	1.8	2.3
Japan	1.1	1.5	0.7	0.6	0.4	0.0	0.1

Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

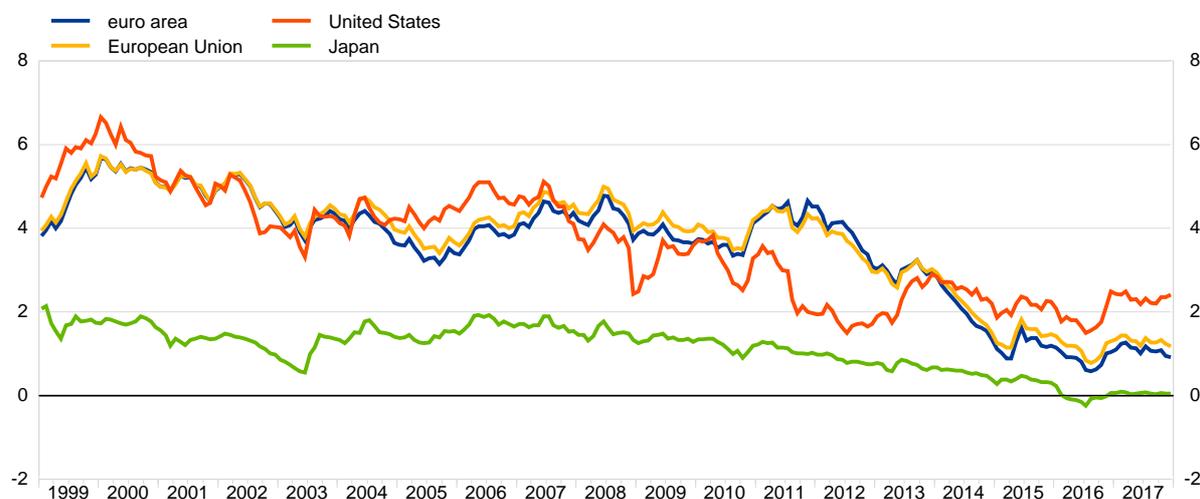
(https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

3) There are no Estonian sovereign debt securities that comply with the definition of long-term interest rates for convergence purposes. No suitable proxy indicator has been identified.

Chart 1.3 Long-term government bond yields ^{1), 2)}

(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) Further methodological information can be found on the ECB's website

(https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html).

2) Data for Cyprus, Latvia, Lithuania, Malta, Slovenia, Slovakia, Czech Republic, Hungary and Poland available since January 2001. Data for Bulgaria available since January 2003; for Romania since April 2005; and for Croatia since December 2005.

1 Financial and monetary developments

1.4 Selected stock market indices

(percentage changes)

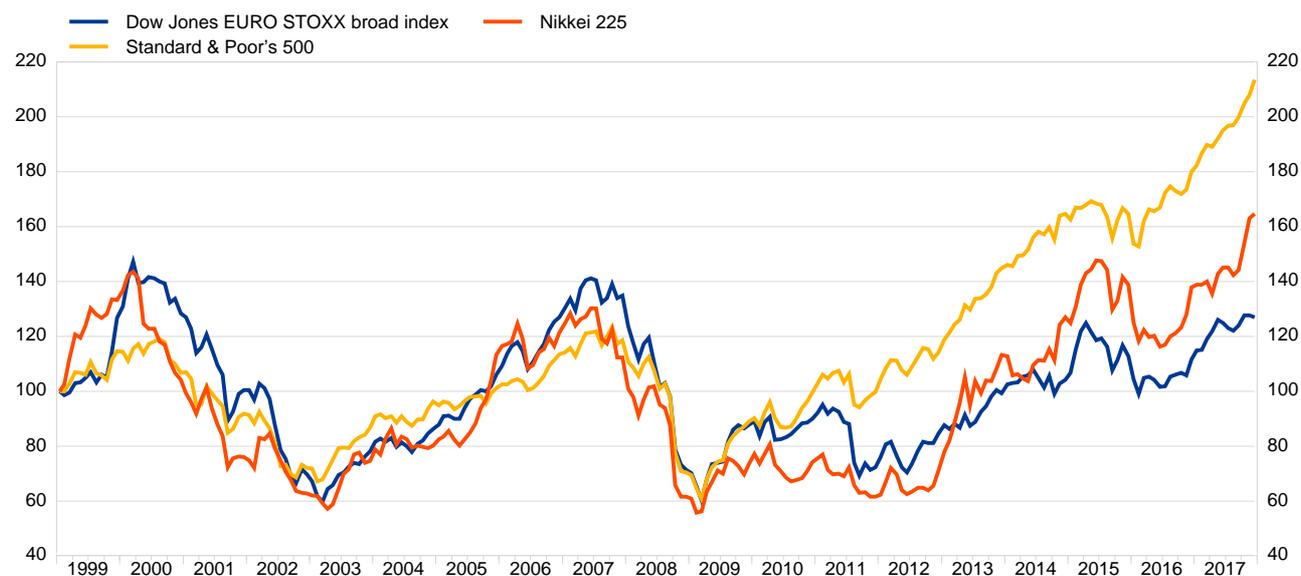
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium - BEL 20 Index	19.1	-42.9	58.4	12.4	12.6	-2.5	10.3
Germany - DAX 30 Index	85.6	-30.9	116.8	2.7	9.6	6.9	12.5
Estonia - OMXT Index	889.7	119.0	207.0	-7.7	19.1	19.6	15.5
Ireland - ISEQ Index	40.3	-53.3	136.6	15.1	30.0	-4.0	8.0
Greece - ASE Index	-85.9	-68.7	-63.5	-28.9	-23.6	1.9	24.7
Spain - IBEX 35 Index	-13.7	-21.0	-15.9	3.7	-7.2	-2.0	7.4
France - CAC 40 Index	-10.8	-46.0	35.0	-0.5	8.5	4.9	9.3
Italy - FTSEMIB Index	-48.7	-54.3	-6.0	0.2	12.7	-10.2	13.6
Cyprus - CSE Index	-93.1	9.4	-95.6	-17.0	-20.9	-2.0	4.7
Latvia - OMXR Index	539.4	74.1	257.1	-11.3	45.7	23.5	35.8
Lithuania - OMXV Index	553.3	79.3	149.6	7.3	7.4	14.9	17.0
Luxembourg - LuxX Index	17.3	-29.8	19.5	4.9	-8.5	20.0	-1.8
Malta - MSE Index	30.9	-6.8	30.3	-9.6	33.0	4.5	-2.6
Netherlands - AEX Index	-18.9	-63.4	62.4	5.6	4.1	9.4	12.7
Austria - ATX Index	185.5	46.2	37.0	-15.2	11.0	9.2	30.6
Portugal - PSI 20 Index	-54.9	-47.0	-36.3	-26.8	10.7	-11.9	15.2
Slovenia - SBITOP Index	-45.3	-42.0	-17.9	19.6	-11.2	3.1	12.4
Slovakia - SAX Index	322.5	366.0	22.0	12.4	31.5	9.0	2.2
Finland - OMXH Index	-35.0	-62.9	46.7	5.7	10.8	3.6	6.4
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-7.4	-46.5	40.3	1.7	8.0	1.5	10.1
Bulgaria - SOFIX Index	534.7	236.0	58.6	6.2	-11.7	27.2	15.5
Czech Republic - PX 50 Index	120.2	75.3	-3.5	-4.3	1.0	-3.6	17.0
Denmark - OMXC 20 Index	300.6	-3.1	204.2	20.9	36.2	-12.8	15.9
Croatia - CROBEX Index	57.2	46.9	-8.0	-2.7	-3.2	18.1	-7.6
Hungary - BUX Index	346.5	38.8	85.5	-10.4	43.8	33.8	23.0
Poland - WIG Index	252.5	50.6	59.4	0.3	-9.6	11.4	23.2
Romania - BET Index	1,628.7	546.8	65.3	9.1	-1.1	1.2	9.4
Sweden - OMXS 30 Index	31.5	-44.8	65.7	9.9	-1.2	4.9	3.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	10.9	-36.0	42.0	-2.7	-4.9	14.4	7.6
United States - S&P 500 Index	82.0	-38.5	139.8	11.4	-0.7	9.5	19.4
Japan - Nikkei 225 Index	20.2	-53.2	115.9	7.1	9.1	0.4	19.1

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1) Data for Latvia and Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002; for Cyprus since 2004; and for Slovenia since 2007.

Chart 1.4 Dow Jones EURO STOXX broad index, Standard & Poor's 500 and Nikkei 225

(index: January 1999 = 100; monthly averages)



Source: ECB calculations based on Thomson Reuters Datastream and Bloomberg daily data.

1 Financial and monetary developments

1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates ¹⁾ (percentages per annum; period averages)

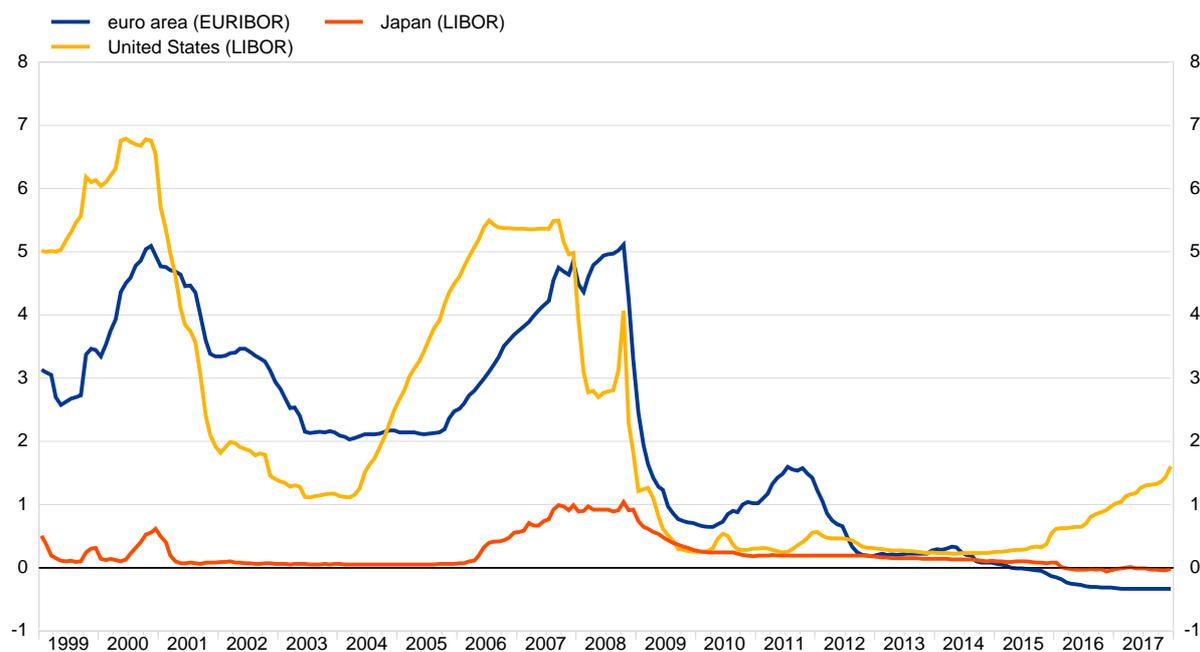
	1999-2017 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Euro area - EURIBOR	1.97	3.35	0.43	0.21	-0.02	-0.26	-0.33
Bulgaria - SOFIBOR	2.97	4.57	2.06	0.78	0.54	0.15	0.09
Czech Republic - PRIBOR	2.35	3.70	0.84	0.36	0.31	0.29	0.41
Denmark - CIBOR	2.22	3.64	0.64	0.31	-0.12	-0.15	-0.26
Croatia - ZIBOR	5.19	7.54	2.57	0.97	1.23	0.85	0.60
Hungary - BUBOR	7.04	9.70	4.09	2.41	1.61	0.99	0.15
Poland - WIBOR	6.30	9.11	3.17	2.52	1.75	1.70	1.73
Romania - ROBOR	14.69	24.65	4.42	2.54	1.33	0.78	1.15
Sweden - STIBOR	2.18	3.44	0.77	0.66	-0.19	-0.49	-0.50
United Kingdom - LIBOR	1.95	3.35	0.39	0.18	-0.02	-0.28	-0.37
United States - LIBOR	2.21	3.73	0.51	0.23	0.32	0.74	1.26
Japan - LIBOR	0.23	0.29	0.16	0.13	0.09	-0.02	-0.02

Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

1) Interbank offered rates for the currency of each reference area.

2) Data for Bulgaria available since 2003.

Chart 1.5 Money markets: 3-month interbank offered rates
(percentages per annum; monthly averages)



Source: ECB calculation based on Thomson Reuters daily data.

1 Financial and monetary developments

1.6 Composite cost of borrowing

(percentages per annum; new business; period averages)

1.6.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.26	1.98	1.76	1.69
Germany	3.62	4.75	2.78	2.48	2.09	1.88	1.74
Estonia	-	-	3.61	2.97	2.51	2.49	2.57
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.69	3.06	2.81	2.71
Greece	5.71	5.78	5.66	5.83	5.13	4.92	4.51
Spain	3.58	4.21	3.10	3.36	2.61	2.12	1.89
France	3.10	4.11	2.33	2.11	1.74	1.60	1.52
Italy	4.00	4.90	3.34	3.56	2.67	2.15	1.87
Cyprus	-	-	5.92	5.82	4.78	4.18	3.89
Latvia	-	-	-	3.51	3.33	2.87	2.85
Lithuania	-	-	-	-	2.50	2.32	2.30
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.65	1.56	1.34	1.35
Malta	-	-	4.39	4.26	3.94	3.51	3.66
Netherlands	3.21	4.30	2.40	2.31	1.86	1.52	1.41
Austria	3.08	4.26	2.20	1.97	1.82	1.71	1.64
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.00	3.96	3.28	2.81
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.39	3.12	2.43	2.36
Slovakia	-	-	2.87	2.66	2.41	2.24	2.15
Finland	2.96	4.05	2.14	2.13	1.85	1.71	1.71
Euro area ²⁾	3.56	4.51	2.85	2.78	2.25	1.92	1.76

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The composite cost of borrowing indicator for non-financial corporations combines interest rates on all loans to corporations, including overdrafts. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.6.2 Households for house purchase ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.17	2.49	2.11	2.09
Germany	3.77	4.81	2.98	2.50	1.96	1.76	1.83
Estonia	-	-	2.96	2.52	2.30	2.32	2.38
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.44	3.41	3.25	3.18
Greece	3.86	4.53	3.36	2.93	2.63	2.69	2.78
Spain	3.39	4.16	2.81	2.93	2.23	1.94	1.90
France	3.67	4.25	3.24	2.95	2.31	1.87	1.60
Italy	3.78	4.49	3.26	3.20	2.51	2.13	2.05
Cyprus	-	-	4.54	4.42	3.63	3.08	2.77
Latvia	-	-	-	3.33	3.08	2.88	2.68
Lithuania	-	-	-	-	1.88	1.94	2.09
Luxembourg	2.93	4.02	2.12	2.03	1.86	1.68	1.74
Malta	-	-	3.17	2.93	2.79	2.81	2.82
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.35	2.91	2.58	2.41
Austria	3.30	4.28	2.57	2.29	2.01	1.90	1.85
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.19	2.38	1.90	1.64
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.21	2.53	2.20	2.34
Slovakia	-	-	4.12	3.42	2.74	2.04	1.82
Finland	2.74	3.85	1.90	1.81	1.36	1.16	1.03
Euro area ²⁾	3.66	4.42	3.09	2.80	2.26	1.97	1.86

Source: ECB MFI interest rate statistics.

1) The cost of borrowing indicator for new loans to households combines interest rates on loans to households for house purchase. This indicator is derived from the MFI interest rate statistics.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.7 Aggregated deposit rate

(percentages per annum; period averages)

1.7.1 Non-financial corporations ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.35	0.15	-0.04	-0.12
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.16	0.02	-0.04
Estonia	-	-	0.65	0.31	0.23	0.17	0.13
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.41	0.15	0.05	0.01
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	0.80	0.36	0.21	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.74	0.31	0.21	0.13
Italy	1.99	2.88	1.33	1.22	0.87	1.04	0.64
Cyprus	-	-	2.74	2.44	1.72	1.41	1.38
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.22	0.17	0.19	0.16
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	-	-	-	0.17	0.04	-0.03	-0.20
Austria	1.67	2.92	0.74	0.44	0.32	0.26	0.14
Portugal	2.10	2.97	1.46	0.96	0.46	0.25	0.23
Slovenia	-	-	1.29	0.72	0.27	0.11	0.08
Slovakia	-	-	0.55	0.39	0.24	0.17	0.12
Finland	1.48	2.80	0.50	0.42	0.30	0.39	0.23
Euro area ²⁾	1.72	2.86	0.87	0.61	0.32	0.18	0.11

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia, Luxembourg and Malta are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.7.2 Households ¹⁾

	2003-2017	2003-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.17	1.00	0.65	0.40
Germany	1.79	2.80	1.04	0.69	0.47	0.42	0.28
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.55	0.58	0.54	0.63
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.64	0.29	0.16	0.09
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	0.99	0.46	0.21	0.10
France	2.39	2.89	2.01	2.19	1.68	1.24	0.96
Italy	1.88	2.07	1.73	1.59	1.20	1.08	0.86
Cyprus	-	-	3.21	2.56	1.77	1.53	1.33
Latvia	-	-	1.23	0.50	0.56	0.56	0.61
Lithuania	-	-	1.01	0.43	0.28	0.24	0.29
Luxembourg	-	-	-	-	0.38	-	-
Malta	-	-	2.01	1.83	1.34	1.17	0.82
Netherlands	-	-	-	2.09	1.91	1.64	1.42
Austria	1.88	2.89	1.11	0.74	0.45	0.37	0.31
Portugal	2.25	2.67	1.94	1.59	0.75	0.39	0.28
Slovenia	-	-	1.80	1.25	0.58	0.33	0.24
Slovakia	-	-	1.83	1.67	1.68	1.13	0.70
Finland	2.03	2.97	1.32	1.09	0.96	0.56	0.40
Euro area ²⁾	2.24	2.81	1.80	1.35	0.81	0.56	0.40

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece and Luxembourg are available, but are being treated as confidential under ECB rules.

1) New deposits with agreed maturity excluding overnight deposits and deposits redeemable at notice.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.8 Debt securities issued by euro area residents in all currencies

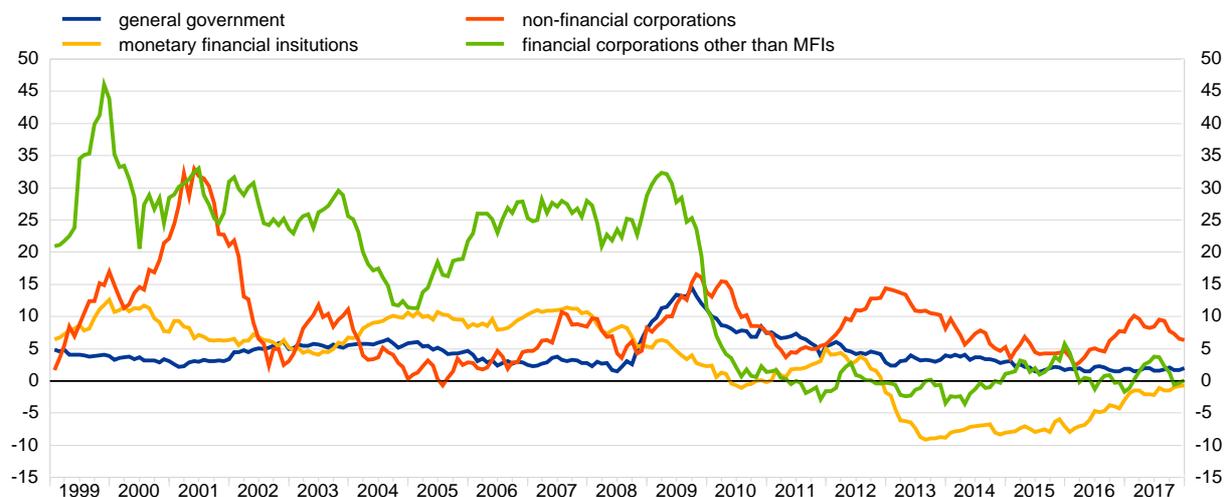
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.4	2.6	2.8	1.4	1.3	4.2	4.7
Germany	2.0	4.8	-1.0	-2.6	-0.6	-1.3	0.3
Estonia	-	-	7.6	10.4	-0.5	2.4	4.6
Ireland	5.2	9.9	-1.1	-3.5	0.8	-1.4	2.7
Greece	1.5	12.6	-11.0	-11.4	-4.2	-28.3	-20.3
Spain	8.1	15.6	-0.3	-6.9	-4.5	-0.7	0.8
France	6.0	8.4	3.2	2.7	0.6	1.4	3.2
Italy	3.9	6.4	0.5	-1.3	-3.8	-2.3	0.0
Cyprus	-	-	4.0	-5.6	-2.9	4.7	35.3
Latvia	-	-	19.6	40.4	10.3	12.2	9.7
Lithuania	-	-	2.7	-	-2.1	6.7	8.7
Luxembourg	5.6	0.2	10.7	13.3	16.6	2.3	0.8
Malta	-	-	8.8	14.3	13.1	11.1	4.6
Netherlands	6.7	12.5	0.7	-0.5	1.4	0.5	0.9
Austria	4.2	9.6	-1.3	-1.7	-3.3	-0.8	-2.4
Portugal	6.5	10.4	0.4	-7.5	-6.7	0.9	1.6
Slovenia	-	-	7.7	29.6	3.6	1.6	2.1
Slovakia	11.5	13.7	9.1	7.7	1.6	3.1	4.5
Finland	4.9	3.6	5.5	7.2	-0.9	1.3	2.6
Euro area	4.7	7.7	1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.3

Source: ECB.

Chart 1.8 Debt securities issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.9 Listed shares issued by euro area residents

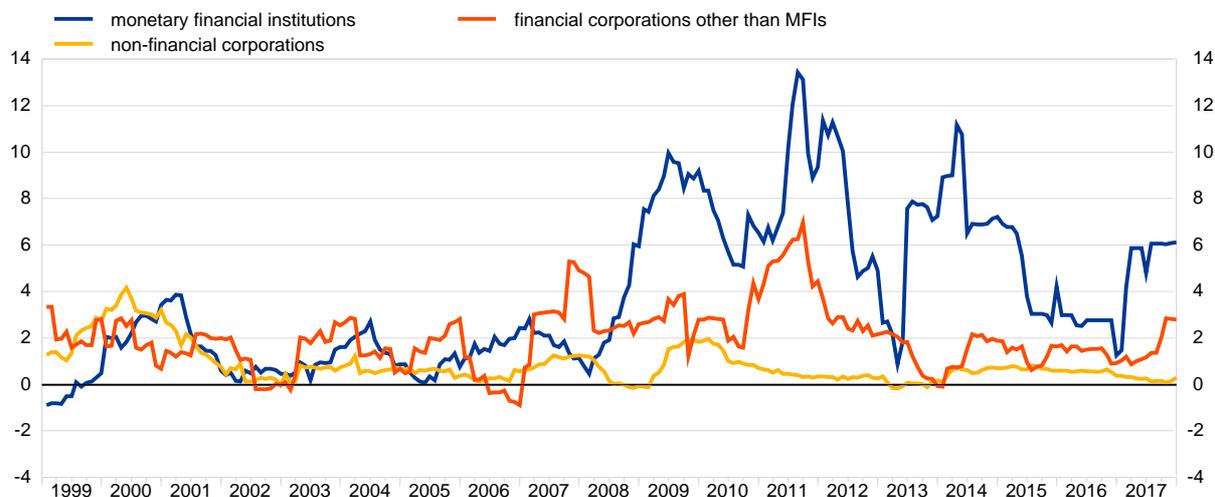
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.1	0.6
Germany	1.2	1.4	0.8	0.7	0.9	0.3	0.5
Estonia	-	-	-6.4	-3.8	-4.8	-4.0	-2.2
Ireland	2.3	1.0	0.2	-0.7	0.2	-0.1	-2.3
Greece	8.0	1.5	16.3	39.3	6.2	40.9	0.3
Spain	1.2	1.1	1.4	0.3	2.5	1.1	1.7
France	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.5	0.7
Italy	1.7	1.1	2.0	1.4	1.8	1.4	3.1
Cyprus	-	-	16.0	13.8	23.1	9.2	23.3
Latvia	-	-	3.9	0.1	0.6	1.7	2.5
Lithuania	-	-	-0.4	-	-3.9	0.3	-0.2
Luxembourg	6.2	5.7	7.5	9.6	6.9	11.5	5.5
Malta	-	-	9.1	5.1	8.0	6.0	38.5
Netherlands	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.5	0.5
Austria	5.5	8.7	2.4	5.2	2.3	0.4	1.7
Portugal	2.4	2.3	2.4	3.5	3.6	0.5	2.7
Slovenia	-	-	0.7	1.1	0.5	0.0	0.0
Slovakia	-	-	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0
Finland	0.2	-0.5	1.0	2.3	0.9	0.8	0.6
Euro area	1.2	1.1	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8

Source: ECB.

Chart 1.9 Listed shares issued by euro area residents, by sector

(annual percentage changes)



Source: ECB.

1 Financial and monetary developments

1.10 Monetary aggregates, components and counterparts ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Components of M3							
M3	5.2	7.5	2.8	3.9	4.7	5.0	4.6
M2	5.5	7.3	3.5	3.8	5.3	4.8	5.1
M1	7.6	7.8	7.4	8.1	10.6	8.8	8.7
Currency in circulation	7.1	9.0	5.1	6.5	6.8	3.6	3.4
Overnight deposits	7.7	7.6	7.9	8.4	11.3	9.7	9.7
M2-M1 (other short-term deposits)	2.7	7.1	-2.0	-2.2	-3.3	-2.5	-2.1
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.4	10.3	-7.7	-5.2	-8.5	-7.4	-8.5
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.5	3.3	3.7	0.2	0.6	0.7	1.6
M3-M2 (marketable instruments)	2.2	8.7	-4.6	4.6	-3.8	7.8	-4.3
Repurchase agreements	0.1	6.3	-6.5	3.1	-38.9	-5.7	9.8
Money market fund shares	3.7	9.4	-2.3	2.8	11.4	7.8	-2.6
Debt securities issued with a maturity of up to two years	-1.4	11.6	-14.1	18.5	-25.4	21.0	-24.0
Counterparts of M3 ²⁾							
MFI liabilities:							
Central government holdings	4.5	7.4	1.3	-1.4	3.5	9.4	14.4
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.5	6.6	0.2	-2.3	-3.0	-1.6	-1.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.5	5.8	-0.9	-5.1	-4.8	-3.3	-3.8
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.7	-0.9	-6.8	2.3	-14.4	-11.5	-12.4
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.3	7.3	-3.0	-6.3	-8.8	-4.9	-3.4
Capital and reserves	6.3	7.4	5.2	4.5	4.8	2.9	3.3
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.8	-0.2	2.3	4.9	3.8
Credit to general government	3.5	0.6	6.7	2.1	8.2	12.5	6.7
of which: loans	0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.8	-3.1	-4.0
Credit to the private sector ³⁾	4.7	8.7	0.5	-0.8	0.7	2.5	2.9
of which: loans ⁴⁾	4.6	8.3	0.6	-0.3	0.7	2.4	2.9

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

3) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Chart 1.10 Monetary aggregates ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

1 Financial and monetary developments

1.11 MFI loans to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	9.5	2.5	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9	6.5
Germany	3.6	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5	4.2
Estonia	39.2	1.5	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6	5.5
Ireland	24.2	-3.4	-4.0	-5.7	-6.4	-5.2	0.2	1.3
Greece	13.6	-1.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	-0.1	-0.1
Spain	19.3	-3.8	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8	0.1
France	10.2	2.6	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3	6.6
Italy	9.2	-0.8	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3	0.5
Cyprus	26.1	1.1	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.0	0.3
Latvia	-	-0.1	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9	2.1
Lithuania	33.6	-0.4	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8	5.4
Luxembourg	12.3	-0.8	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0	4.5
Malta	11.0	1.5	-1.7	-9.1	4.1	-10.3	7.2	24.4
Netherlands	9.7	0.3	2.8	1.7	-3.5	-3.9	-0.4	-1.3
Austria	6.9	1.6	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.2	5.3
Portugal	7.8	-1.9	-5.2	-3.0	-6.8	-1.1	-1.5	0.1
Slovenia	24.0	-3.9	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	0.4	1.9
Slovakia	20.3	2.9	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2	7.8
Finland	11.7	4.1	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4	4.2
Euro area	10.2	-0.1	-1.6	-3.2	-1.5	0.5	2.3	3.1
Bulgaria	-	3.1	5.4	1.4	2.4	-0.1	2.2	4.8
Czech Republic	-	4.5	2.7	2.5	2.3	6.4	8.0	6.1
Denmark	-	-0.4	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.3	1.0
Croatia	-	-0.3	-9.1	1.3	-3.4	-3.2	1.5	5.0
Hungary	-	-0.6	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.9	10.2
Poland	-	5.7	5.6	1.8	5.1	7.9	5.1	8.6
Romania	-	3.1	2.0	-4.8	2.1	-1.6	2.9	6.7
Sweden	-	3.7	2.3	1.0	2.5	3.7	4.6	5.8
United Kingdom	-	-2.6	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2	3.7

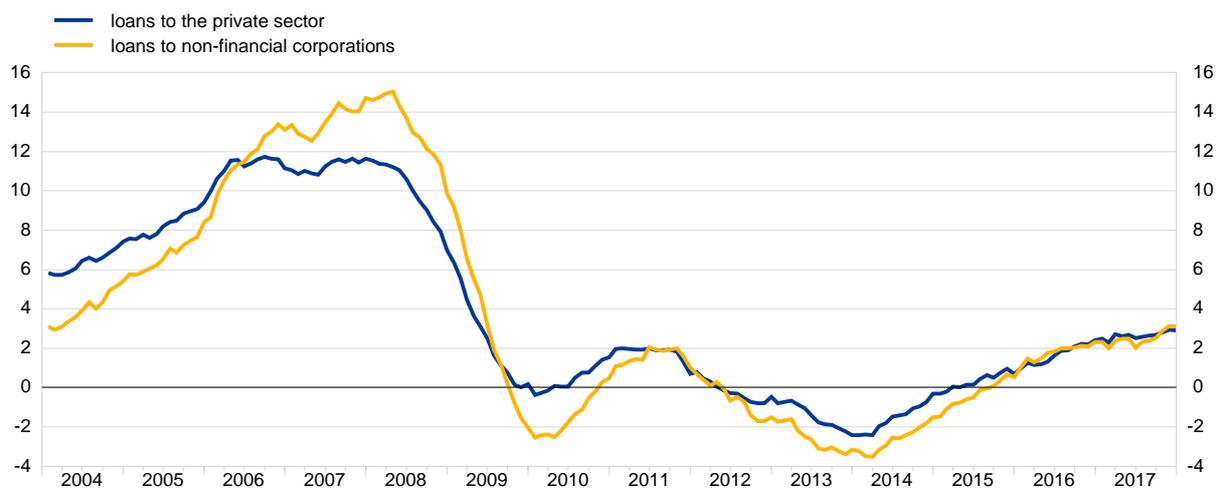
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area non-financial corporations, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic non-financial corporations. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

1 Financial and monetary developments

1.12 MFI loans to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

	2004-2008	2009-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgium	10.2	4.5	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1	5.0
Germany	0.0	1.6	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8	3.2
Estonia	42.3	0.9	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3	7.0
Ireland	18.7	-3.4	-3.8	-3.9	-3.6	-3.6	-2.6	-1.5
Greece	24.3	-2.2	-4.2	-3.0	-3.0	-2.9	-2.8	-1.9
Spain	15.3	-2.2	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.2	-0.5
France	10.4	3.9	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4	6.0
Italy	11.1	1.6	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9	2.8
Cyprus	15.9	1.6	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-0.9	0.0
Latvia	-	-3.1	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6	0.6
Lithuania	56.9	1.0	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2	7.6
Luxembourg	4.4	4.9	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0	7.7
Malta	11.1	6.1	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0	6.5
Netherlands	7.2	0.0	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.5	0.0
Austria	5.9	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	3.1	3.2
Portugal	8.2	-1.6	-4.4	-4.1	-3.5	-2.6	-1.6	0.0
Slovenia	22.7	2.6	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9	7.2
Slovakia	26.9	11.9	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4	12.3
Finland	12.1	3.8	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6	2.7
Euro area	7.6	1.3	0.1	-0.3	0.1	1.4	2.0	2.9
Bulgaria	-	1.5	-0.3	0.4	-1.0	-0.1	4.2	8.8
Czech Republic	-	6.5	4.7	5.2	4.7	6.9	8.3	8.4
Denmark	-	0.5	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.0	0.5
Croatia	-	-0.3	-1.2	-1.1	-1.0	-1.8	0.6	4.8
Hungary	-	-6.3	-6.0	-5.8	-7.0	-12.0	-0.1	2.7
Poland	-	5.5	7.0	4.1	4.7	5.2	3.9	6.4
Romania	-	4.5	-0.2	0.4	2.3	1.3	7.7	14.1
Sweden	-	6.4	4.7	5.1	6.0	7.7	7.1	7.0
United Kingdom	-	1.1	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0	3.9

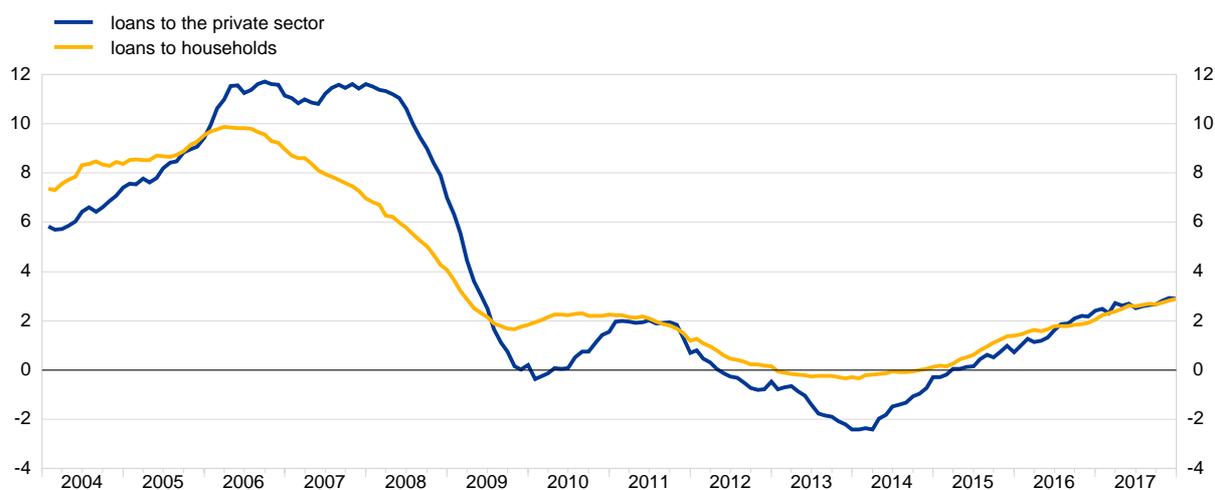
Source: ECB.

1) Data for euro area countries refer to loans granted by other MFIs to euro area households, while data for non-euro area EU countries refer to loans granted to domestic households. Data are adjusted for loan sales and securitisations (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

Data for euro area countries are available for the years since 2004, with the exception of Estonia, Lithuania and Slovenia (from 2005), Cyprus and Malta (from 2006), Slovakia (from 2007) and Latvia (from 2011). Data for non-euro area EU countries are available for the years since 2010, with the exception of Croatia (from 2011).

Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households ¹⁾

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

1) Private sector refers to euro area non-MFIs excluding general government. Data are adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

2 Economic activity

2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	2.3	1.0	1.4	1.4	1.5	1.7
Germany	1.4	1.6	1.2	1.9	1.7	1.9	2.2
Estonia	3.5	5.7	1.2	2.9	1.7	2.1	4.9
Ireland	5.1	5.4	4.8	8.3	25.6	5.1	.
Greece	0.3	3.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.2	1.4
Spain	2.0	3.6	0.2	1.4	3.4	3.3	3.1
France	1.4	2.0	0.8	0.9	1.1	1.2	1.8
Italy	0.4	1.2	-0.5	0.1	1.0	0.9	1.5
Cyprus	2.1	4.1	-0.2	-1.4	2.0	3.4	3.9
Latvia	3.7	6.6	0.5	1.9	3.0	2.2	4.5
Lithuania	3.7	6.1	1.1	3.5	2.0	2.3	3.8
Luxembourg	3.4	4.3	2.2	5.8	2.9	3.1	.
Malta	3.5	2.4	4.4	8.1	9.9	5.5	6.6
Netherlands	1.7	2.5	0.8	1.4	2.3	2.2	3.1
Austria	1.7	2.4	0.9	0.8	1.1	1.5	2.9
Portugal	0.8	1.6	-0.1	0.9	1.8	1.6	2.7
Slovenia	2.4	4.3	0.3	3.0	2.3	3.1	5.0
Slovakia	3.6	5.1	2.1	2.8	3.9	3.3	3.4
Finland	1.7	3.3	-0.1	-0.6	0.1	2.1	3.0
Euro area	1.4	2.1	0.6	1.3	2.1	1.8	2.3
Bulgaria	3.1	4.7	1.4	1.3	3.6	3.9	3.6
Czech Republic	2.8	4.0	1.4	2.7	5.3	2.6	4.3
Denmark	1.3	1.8	0.7	1.6	1.6	2.0	2.1
Croatia	1.7	3.7	-0.5	-0.1	2.3	3.2	2.8
Hungary	2.3	3.4	1.1	4.2	3.4	2.2	4.0
Poland	3.7	4.2	3.2	3.3	3.8	2.9	4.6
Romania	3.7	5.4	1.8	3.1	4.0	4.8	7.0
Sweden	2.5	3.0	1.9	2.6	4.5	3.2	2.4
United Kingdom	1.9	2.5	1.3	3.1	2.3	1.9	1.7
European Union	1.6	2.3	0.8	1.8	2.3	2.0	2.4
United States	2.1	2.6	1.6	2.6	2.9	1.5	2.3
Japan	0.9	1.0	0.7	0.4	1.4	0.9	1.6

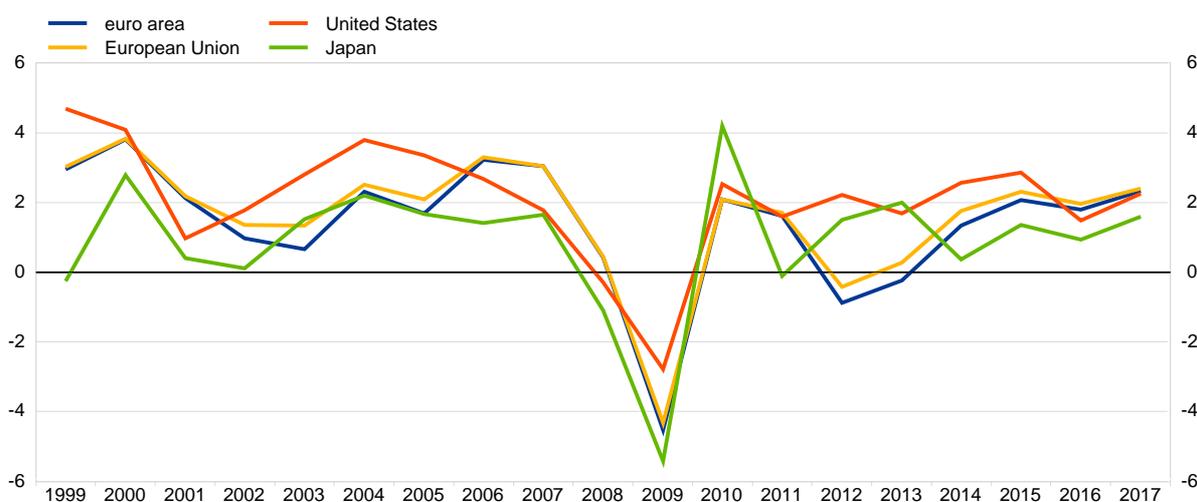
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.1 GDP

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.2	1.4	1.0	0.6	0.9	1.7	1.1
Germany	1.0	0.9	1.2	1.0	1.7	2.1	1.9
Estonia	3.8	6.6	0.8	3.4	4.6	4.4	2.2
Ireland	3.4	6.0	0.3	2.1	4.2	3.2	.
Greece	0.3	3.7	-3.2	0.6	-0.5	0.0	0.1
Spain	1.6	3.3	-0.3	1.5	3.0	3.0	2.4
France	1.6	2.3	0.9	0.8	1.4	2.2	1.1
Italy	0.4	1.0	-0.2	0.3	1.9	1.4	1.3
Cyprus	2.7	5.3	-0.1	0.7	2.6	3.3	4.2
Latvia	3.8	6.5	0.9	1.4	2.5	3.3	5.1
Lithuania	4.5	8.1	0.6	4.0	4.0	4.9	3.9
Luxembourg	2.5	2.8	2.1	2.3	3.3	2.4	.
Malta	2.1	1.7	2.4	2.7	5.6	3.0	4.2
Netherlands	0.9	1.6	0.2	0.3	2.0	1.6	1.8
Austria	1.3	1.8	0.8	0.3	0.5	1.5	1.4
Portugal	1.0	2.0	-0.2	2.3	2.3	2.1	2.2
Slovenia	2.0	3.1	0.7	1.9	2.1	4.2	3.2
Slovakia	2.8	4.6	0.9	1.4	2.2	2.7	3.6
Finland	2.1	3.2	1.0	0.8	1.7	1.8	1.6
Euro area	1.2	1.8	0.5	0.8	1.8	2.0	1.6
Bulgaria	4.5	7.3	1.6	2.7	4.5	3.6	4.8
Czech Republic	2.4	3.3	1.4	1.8	3.7	3.6	4.0
Denmark	1.1	1.7	0.5	0.9	1.6	2.1	1.5
Croatia	1.4	3.5	-0.8	-1.6	1.1	3.5	3.6
Hungary	2.1	3.7	0.5	2.8	3.6	4.3	4.7
Poland	3.3	3.9	2.7	2.4	3.0	3.9	4.7
Romania	5.2	7.9	2.2	4.7	5.9	7.6	10.2
Sweden	2.4	2.7	2.1	2.1	3.1	2.2	2.4
United Kingdom	2.1	3.0	1.0	2.1	2.6	2.9	1.7
European Union	1.5	2.2	0.7	1.2	2.1	2.4	1.9
United States	2.5	3.1	1.9	2.9	3.6	2.7	2.7
Japan	0.8	1.0	0.7	-0.9	0.0	0.1	1.1

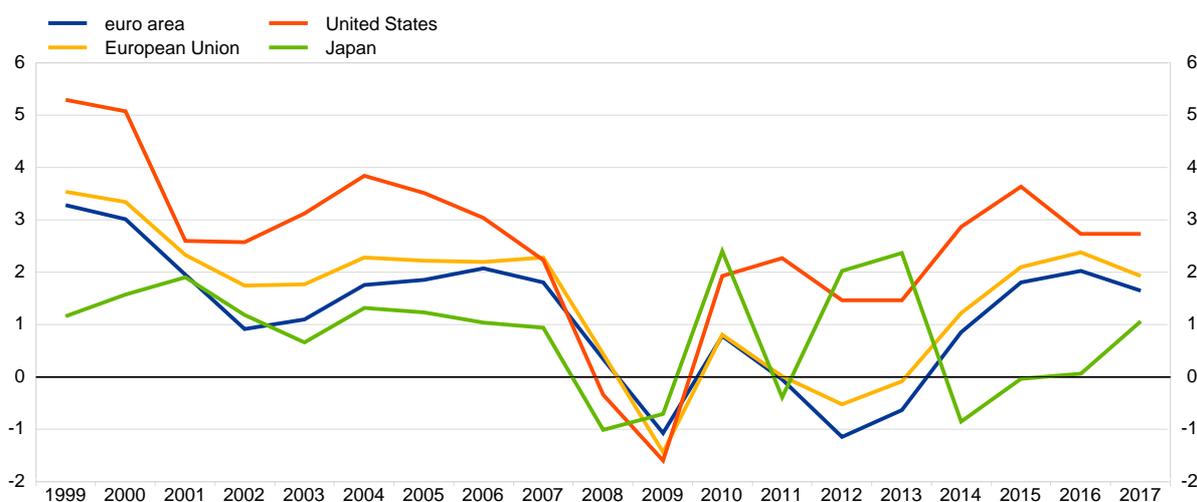
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.2 Private consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.1
Germany	1.4	1.0	1.9	1.5	2.9	3.7	1.6
Estonia	2.2	3.0	1.3	2.6	3.3	1.9	0.8
Ireland	1.9	3.8	-0.4	4.1	2.2	5.2	.
Greece	0.5	3.5	-2.7	-1.4	1.2	-1.5	-1.1
Spain	2.7	5.0	0.3	-0.3	2.1	0.8	1.6
France	1.5	1.6	1.4	1.3	1.1	1.3	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.7	-0.6	0.6	0.1
Cyprus	1.4	3.8	-1.1	-7.2	-2.6	-0.4	2.7
Latvia	1.2	2.8	-0.5	1.9	1.9	2.7	4.1
Lithuania	0.8	1.4	0.0	0.3	0.2	1.3	1.2
Luxembourg	3.4	4.1	2.5	2.0	2.6	2.0	.
Malta	2.1	2.8	1.5	6.6	3.7	-2.7	-0.3
Netherlands	2.1	3.4	0.7	0.3	-0.2	1.2	1.0
Austria	1.4	1.7	1.0	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	0.8	2.2	-0.7	-0.5	1.3	0.6	0.1
Slovenia	1.8	3.2	0.3	-1.2	2.7	2.5	2.3
Slovakia	2.6	3.2	2.0	5.2	5.4	1.6	0.2
Finland	1.1	1.6	0.6	-0.5	0.2	1.8	1.0
Euro area	1.4	2.0	0.9	0.7	1.3	1.8	1.2
Bulgaria	2.4	4.2	0.4	0.1	1.4	2.2	3.2
Czech Republic	1.4	2.0	0.8	1.1	1.9	2.0	1.6
Denmark	1.5	2.0	1.0	1.9	1.1	0.3	1.1
Croatia	1.3	2.0	0.5	0.8	-0.9	1.9	2.0
Hungary	1.6	1.9	1.2	5.1	1.1	0.8	0.3
Poland	3.1	4.0	2.0	4.1	2.4	1.7	2.7
Romania	0.6	1.2	0.0	0.8	0.2	3.1	1.6
Sweden	1.1	0.7	1.6	1.5	2.4	3.1	0.4
United Kingdom	2.0	3.0	0.8	2.5	0.6	0.8	0.3
European Union	1.6	2.1	0.9	1.2	1.3	1.6	1.1
United States	1.0	2.0	0.0	-0.5	1.3	1.0	0.1
Japan	1.6	1.8	1.4	0.5	1.5	1.3	0.1

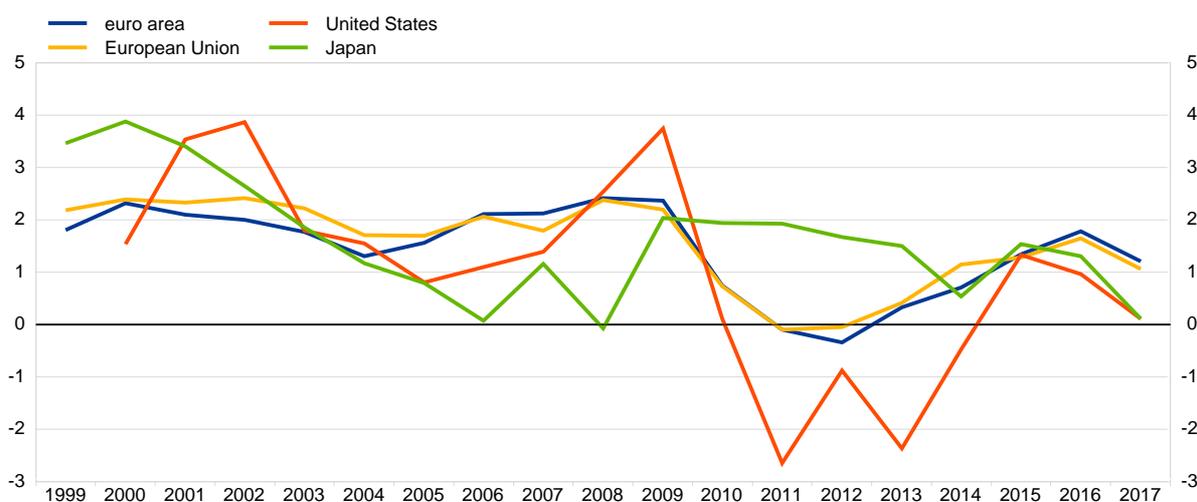
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.3 Government consumption

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.4	3.6	1.1	7.3	3.4	4.8	1.7
Germany	0.6	0.8	0.3	2.1	0.2	2.1	3.8
Estonia	4.1	7.7	0.2	4.9	-7.3	1.6	11.5
Ireland	6.9	5.1	9.2	26.9	24.0	59.2	.
Greece	-2.3	4.4	-9.2	6.7	-9.0	7.4	15.7
Spain	1.6	5.3	-2.5	5.8	8.7	3.1	5.5
France	2.1	3.4	0.6	3.2	2.4	1.9	5.1
Italy	-0.2	2.4	-3.0	1.0	2.5	0.7	2.5
Cyprus	2.7	8.6	-3.5	-3.2	11.6	19.8	29.8
Latvia	4.0	11.2	-3.4	-8.9	2.7	0.2	17.8
Lithuania	3.7	8.9	-1.8	4.2	24.8	-4.4	3.7
Luxembourg	3.2	4.9	1.2	6.0	-2.8	0.0	.
Malta	2.8	0.9	4.4	-0.2	60.6	0.9	-5.0
Netherlands	1.3	2.3	0.2	3.2	11.2	3.1	5.1
Austria	1.3	1.8	0.8	0.4	2.0	3.5	6.1
Portugal	-1.4	0.4	-3.3	5.1	6.4	0.8	8.4
Slovenia	0.9	6.9	-5.4	3.8	0.2	-0.1	8.4
Slovakia	1.7	3.6	-0.4	7.9	14.2	-3.5	2.6
Finland	1.3	3.2	-0.8	-1.8	1.5	6.3	4.3
Euro area	1.1	2.6	-0.6	3.3	3.4	3.8	3.7
Bulgaria	4.6	15.8	-4.4	4.4	2.0	-4.6	9.5
Czech Republic	2.8	5.4	-0.1	8.6	13.0	-2.3	4.3
Denmark	1.3	2.5	0.0	4.3	0.9	6.0	3.0
Croatia	2.2	7.9	-3.8	-3.0	8.4	4.5	5.5
Hungary	0.6	2.2	-1.1	12.5	-3.8	-3.7	14.9
Poland	3.7	5.0	2.2	12.8	4.9	-1.9	7.5
Romania	5.5	12.1	-1.3	1.7	7.0	1.0	4.9
Sweden	3.5	4.3	2.6	6.1	8.7	5.5	6.4
United Kingdom	2.2	1.1	3.4	10.9	4.1	0.9	2.3
European Union	1.4	2.7	0.0	4.8	3.8	3.5	3.7
United States	1.7	1.9	1.6	4.3	4.6	-1.4	2.7
Japan	-0.3	-0.9	0.4	3.4	2.9	0.3	2.3

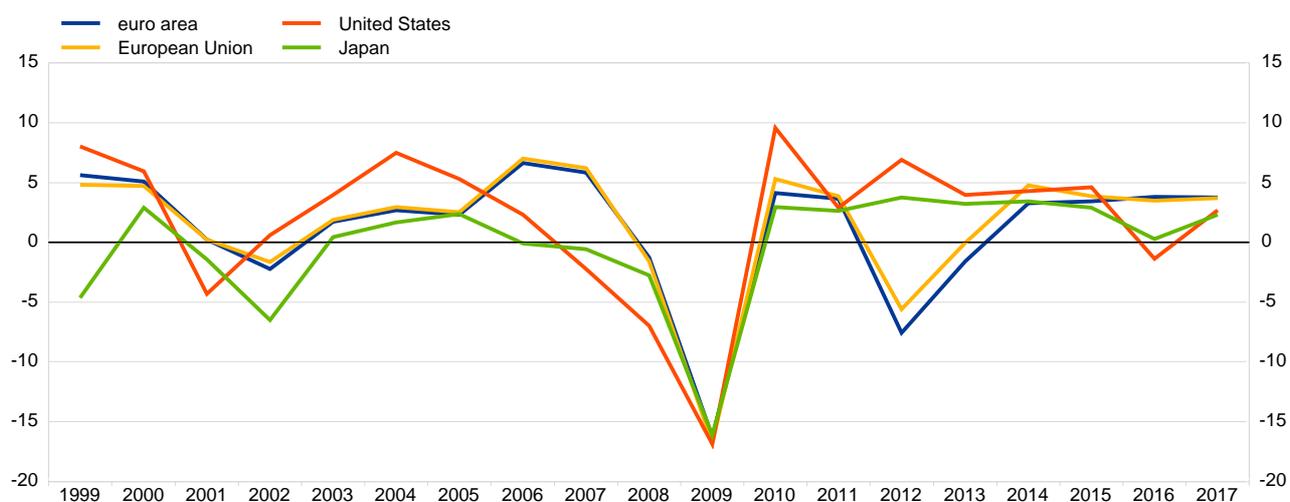
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.4 Gross capital formation

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.9	4.6	3.1	5.2	3.3	7.5	4.5
Germany	5.2	7.2	3.1	4.6	5.2	2.6	4.7
Estonia	5.7	7.0	4.1	2.5	-0.7	4.1	2.9
Ireland	8.2	7.6	8.9	14.4	38.4	4.6	.
Greece	4.0	7.5	0.2	7.7	3.1	-1.8	6.8
Spain	3.8	4.5	3.1	4.3	4.2	4.8	5.0
France	3.1	3.8	2.3	3.3	4.3	1.8	3.1
Italy	2.3	2.9	1.6	2.7	4.4	2.4	5.4
Cyprus	2.1	1.8	2.5	4.2	5.8	4.0	3.4
Latvia	6.4	8.4	4.3	6.0	3.0	4.1	4.4
Lithuania	8.2	9.6	6.6	3.3	-0.4	3.5	13.2
Luxembourg	6.3	8.1	4.0	14.0	6.9	2.7	.
Malta	4.6	6.2	3.2	3.2	3.5	4.5	1.6
Netherlands	4.5	5.3	3.5	4.5	6.5	4.3	5.5
Austria	4.2	6.3	2.0	3.0	3.1	1.9	5.7
Portugal	4.3	4.4	4.2	4.3	6.1	4.4	7.9
Slovenia	6.1	8.8	3.2	5.7	5.0	6.4	10.6
Slovakia	8.9	12.6	4.9	3.9	6.4	6.2	4.3
Finland	3.5	7.1	-0.4	-2.7	0.9	2.3	8.3
Euro area	4.4	5.5	3.1	4.7	6.4	3.4	4.9
Bulgaria	4.2	3.7	4.7	3.1	5.7	8.1	4.0
Czech Republic	8.2	11.4	4.7	8.7	6.0	4.5	6.5
Denmark	3.9	5.8	1.7	3.1	2.3	2.8	4.6
Croatia	4.6	6.5	2.5	6.0	9.4	5.6	6.1
Hungary	8.6	12.9	3.9	9.1	8.5	3.4	7.1
Poland	7.5	8.8	6.1	6.7	7.7	8.8	6.7
Romania	9.6	11.0	7.9	8.0	4.6	8.7	9.5
Sweden	4.0	5.7	2.2	5.3	5.7	3.3	3.7
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	2.7	5.0	2.3	5.0
European Union	4.4	5.6	3.1	4.7	6.2	3.5	5.0
United States	3.6	4.4	2.6	4.3	0.4	-0.3	3.4
Japan	4.3	6.6	1.8	9.3	2.9	1.3	6.8

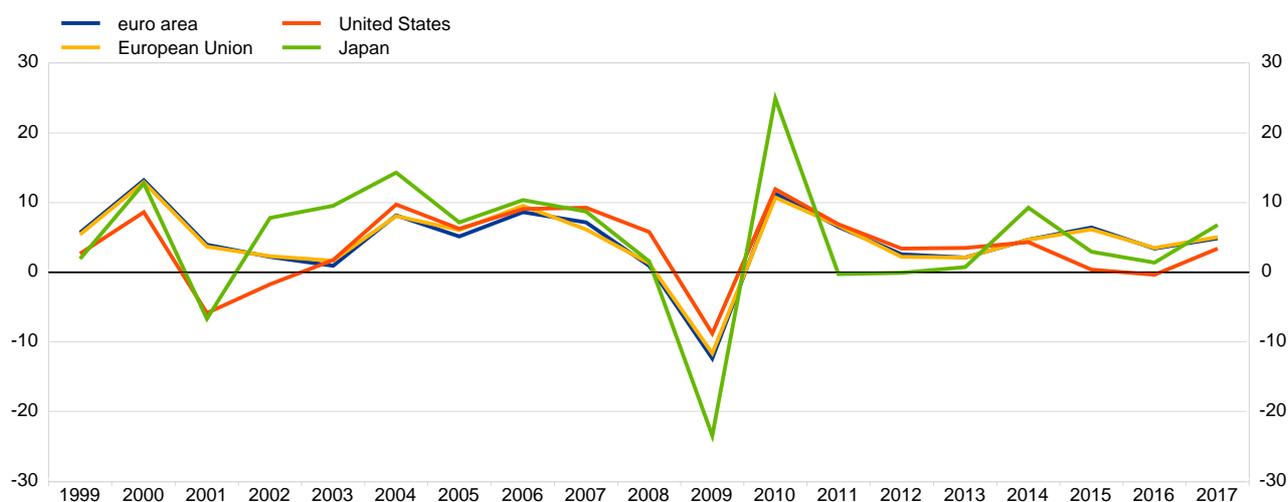
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.5 Exports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	3.8	4.4	3.2	6.2	3.3	8.4	4.1
Germany	4.5	5.6	3.3	3.6	5.6	3.9	5.1
Estonia	5.9	8.4	3.2	3.6	-1.8	5.3	3.5
Ireland	7.6	7.8	7.4	14.9	26.0	16.4	.
Greece	2.0	7.2	-3.6	7.7	0.4	0.3	7.2
Spain	3.2	6.3	-0.2	6.6	5.9	2.7	4.7
France	4.1	5.2	2.9	4.8	5.7	4.2	3.9
Italy	2.2	3.5	0.7	3.2	6.8	3.5	5.3
Cyprus	2.8	4.6	0.8	4.6	7.4	6.8	10.1
Latvia	5.4	8.8	1.7	1.2	2.1	4.5	9.2
Lithuania	7.8	11.0	4.3	3.1	6.2	3.5	12.8
Luxembourg	6.6	8.4	4.4	14.6	7.1	2.1	.
Malta	3.6	5.6	1.9	-0.2	7.1	1.5	-3.0
Netherlands	4.3	5.3	3.3	4.2	8.4	4.1	4.9
Austria	3.6	4.9	2.3	2.9	3.1	3.1	5.4
Portugal	3.0	4.0	1.9	7.8	8.5	4.2	7.9
Slovenia	5.1	8.4	1.5	4.1	4.7	6.6	10.1
Slovakia	7.0	10.2	3.4	4.8	8.4	3.7	3.9
Finland	3.9	7.0	0.6	-1.3	3.2	5.4	2.6
Euro area	4.0	5.4	2.5	4.9	6.7	4.8	4.4
Bulgaria	7.0	12.0	1.7	5.2	5.4	4.5	7.2
Czech Republic	7.6	10.9	4.1	10.1	6.8	3.4	5.8
Denmark	4.1	6.6	1.4	3.9	1.9	3.8	4.1
Croatia	3.9	7.3	0.3	3.1	9.2	6.2	8.1
Hungary	7.7	12.0	3.1	11.0	6.4	2.9	9.7
Poland	6.2	7.9	4.3	10.0	6.6	7.9	7.7
Romania	10.5	16.1	4.6	8.7	8.0	9.8	11.1
Sweden	3.9	5.0	2.7	6.3	5.2	3.4	5.0
United Kingdom	3.8	5.0	2.5	4.5	5.1	4.8	3.5
European Union	4.2	5.7	2.6	5.3	6.4	4.8	4.6
United States	3.8	5.1	2.3	4.5	5.0	1.3	3.9
Japan	3.0	3.9	2.0	8.3	0.8	-1.9	3.6

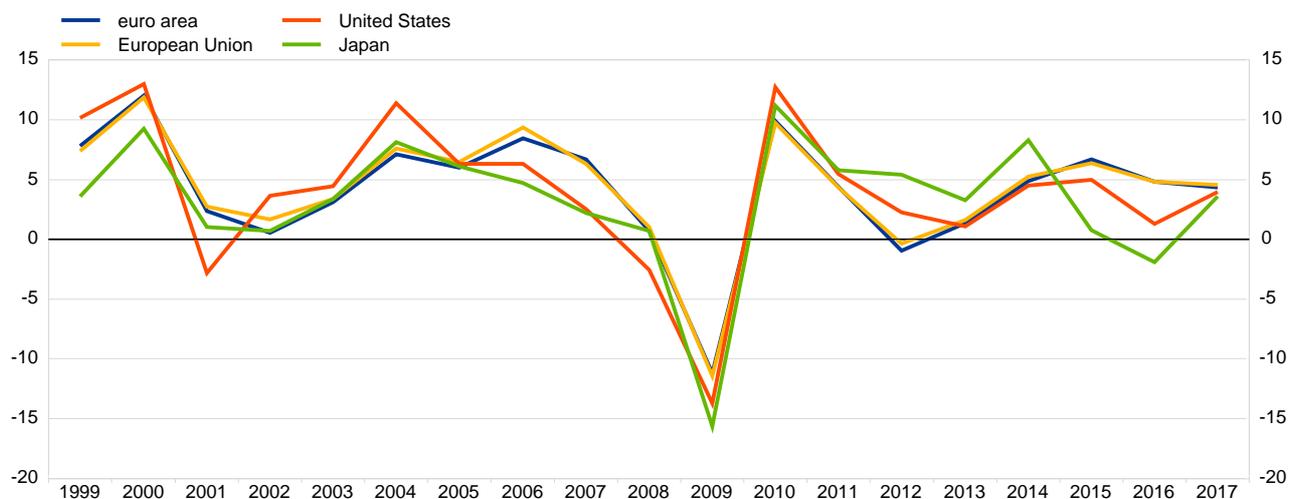
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.6 Imports of goods and services

(chain-linked volumes; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.7 Nominal GDP

(current prices; EUR billions)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008	2009-2017 ¹⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	342.5	296.2	393.9	400.3	410.4	423.0	438.5
Germany	2,554.8	2,283.0	2,856.8	2,932.5	3,043.7	3,144.1	3,263.4
Estonia	14.2	10.2	18.5	19.8	20.3	21.1	23.0
Ireland	172.1	150.1	199.7	194.5	262.0	275.6	.
Greece	190.1	186.3	194.4	178.7	176.3	174.2	177.7
Spain	957.1	849.0	1,077.3	1,037.8	1,080.0	1,118.5	1,163.7
France	1,895.0	1,694.7	2,117.5	2,147.6	2,194.2	2,228.9	2,287.6
Italy	1,520.0	1,417.5	1,633.8	1,621.8	1,652.6	1,680.9	1,716.2
Cyprus	16.2	13.9	18.7	17.6	17.7	18.2	19.2
Latvia	17.7	13.5	22.4	23.6	24.3	24.9	26.9
Lithuania	26.4	19.3	34.3	36.6	37.4	38.7	41.9
Luxembourg	36.2	28.6	45.8	50.0	52.1	53.0	.
Malta	6.5	5.0	8.2	8.5	9.5	10.2	11.1
Netherlands	590.1	524.2	663.4	663.0	683.5	702.6	731.3
Austria	282.9	243.9	326.3	333.1	344.5	353.3	369.2
Portugal	163.5	150.4	178.0	173.1	179.8	185.5	193.1
Slovenia	32.7	27.9	38.0	37.6	38.8	40.4	43.3
Slovakia	54.4	36.4	74.5	76.1	78.9	81.2	85.0
Finland	179.3	158.3	202.6	205.5	209.6	215.8	224.3
Euro area	9,059.2	8,108.5	10,115.5	10,157.5	10,515.6	10,789.7	11,165.5
Bulgaria	32.0	22.0	43.0	42.8	45.3	48.1	50.4
Czech Republic	131.0	100.8	164.7	156.7	168.5	176.6	191.6
Denmark	229.8	202.8	259.9	265.8	271.8	277.5	288.0
Croatia	38.9	33.3	45.1	43.4	44.5	46.4	48.7
Hungary	91.1	78.2	105.5	105.6	110.7	113.7	123.5
Poland	312.8	236.7	397.3	411.0	430.1	426.0	465.7
Romania	108.7	73.7	147.6	150.4	160.3	169.8	187.4
Sweden	358.4	304.2	418.6	432.7	449.0	465.2	477.9
United Kingdom	2,018.6	1,916.6	2,131.9	2,278.9	2,602.1	2,395.8	2,325.5
European Union	12,380.5	11,076.8	13,829.0	14,044.6	14,797.9	14,908.7	15,324.3
United States	11,957.7	10,584.4	13,483.6	13,118.3	16,332.1	16,825.8	17,160.8
Japan	4,122.7	4,072.2	4,178.8	3,662.5	3,960.8	4,479.7	4,307.4

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

2 Economic activity

2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	29.2	26.5	32.7	33.0	33.6	34.3	35.1
Germany	29.6	26.4	33.6	34.2	35.4	36.1	36.8
Estonia	15.3	11.9	19.7	20.7	21.4	21.9	22.2
Ireland	34.7	30.8	39.6	36.5	38.7	52.6	54.6
Greece	20.5	20.4	21.2	19.7	19.9	19.8	19.9
Spain	23.4	21.8	25.7	24.6	25.3	26.2	27.4
France	26.7	24.7	29.4	29.9	30.2	30.9	31.1
Italy	26.1	24.9	27.8	27.1	27.2	28.1	28.8
Cyprus	23.1	21.9	25.2	23.1	22.9	23.8	24.6
Latvia	13.3	10.9	16.4	17.2	17.9	18.6	19.4
Lithuania	14.1	10.4	18.8	20.1	21.1	21.7	22.5
Luxembourg	64.3	57.0	72.1	72.0	76.1	77.8	77.6
Malta	20.4	17.8	23.6	23.5	25.0	26.8	28.0
Netherlands	32.8	30.1	36.6	36.8	36.7	37.6	38.5
Austria	31.2	28.0	35.4	36.2	36.7	37.6	38.0
Portugal	19.5	18.1	21.5	21.1	21.6	22.3	23.1
Slovenia	21.1	19.7	23.1	22.5	23.4	24.1	25.1
Slovakia	14.7	10.2	20.6	21.1	21.8	22.5	23.0
Finland	28.1	25.8	31.4	31.2	31.1	31.7	32.6
Euro area	26.6	24.4	29.5	29.5	30.0	31.0	31.7
Bulgaria	9.7	7.5	12.5	12.6	13.0	13.7	14.6
Czech Republic	19.8	17.0	23.4	23.0	24.3	25.5	26.4
Denmark	30.7	27.4	34.9	35.3	35.9	36.8	37.4
Croatia	14.5	12.7	16.6	16.4	16.6	17.1	18.0
Hungary	15.2	12.9	18.2	18.5	19.2	20.0	20.3
Poland	14.0	11.0	17.8	18.5	19.0	19.9	20.7
Romania	10.7	7.6	14.9	15.0	15.6	16.6	17.7
Sweden	30.6	27.8	34.4	34.5	34.8	36.0	37.0
United Kingdom	27.3	25.4	29.7	29.7	30.8	31.6	32.4
European Union	24.4	22.1	27.5	27.5	28.2	29.2	29.9
United States	36.8	34.5	39.9	39.8	40.9	42.3	43.1
Japan	26.7	25.1	28.8	29.5	29.5	30.6	31.2

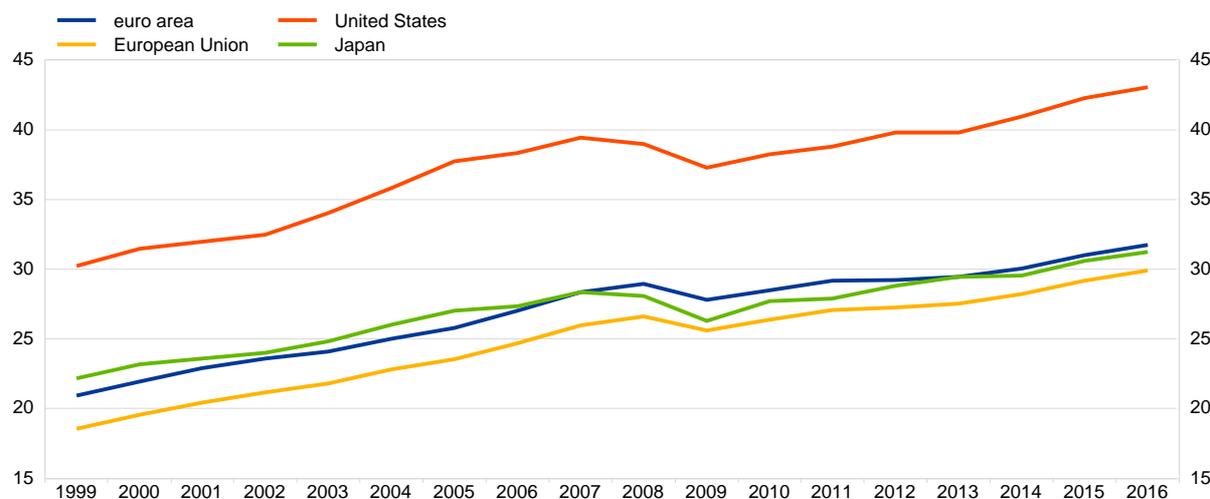
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2) Data for Croatia available since 2000.

Chart 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs¹⁾ in EUR thousands)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) GDP in Purchasing Power Standards (PPSs) in euro, calculated on the basis of PPP rates relative to the euro area (Euro 19 = 1).

2 Economic activity

2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.9	1.1	0.7	0.4	0.9	1.3	1.4
Germany	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.5
Estonia	0.3	0.6	0.0	0.8	2.9	0.3	2.7
Ireland	1.7	3.4	-0.2	1.7	2.5	2.8	1.9
Greece	-0.2	1.2	-1.7	0.9	0.7	0.5	2.1
Spain	1.3	3.4	-1.0	1.0	2.7	2.5	2.6
France	0.7	1.1	0.3	0.4	0.2	0.6	1.0
Italy	0.6	1.3	-0.1	0.1	0.7	1.3	1.1
Cyprus	1.4	2.9	-0.3	-1.8	1.5	3.3	3.4
Latvia	-0.5	0.8	-1.9	-1.3	1.4	-0.3	0.6
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	2.0	1.3	2.0	-0.5
Luxembourg	3.2	3.9	2.3	2.6	2.6	3.0	.
Malta	2.0	0.9	3.3	5.1	3.9	4.0	5.4
Netherlands	0.8	1.3	0.2	-0.1	0.9	1.1	2.1
Austria	1.0	1.1	0.8	1.0	0.6	1.2	1.7
Portugal	-0.1	0.4	-0.6	1.4	1.4	1.6	3.3
Slovenia	0.6	1.2	-0.2	0.4	1.2	1.9	2.8
Slovakia	0.6	0.6	0.6	1.4	2.0	2.4	2.2
Finland	0.8	1.6	-0.1	-0.5	-0.1	0.3	1.2
Euro area	0.7	1.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.6
Bulgaria	0.1	1.0	-0.9	0.4	0.4	0.5	1.8
Czech Republic	0.3	0.4	0.3	0.6	1.4	1.3	1.6
Denmark	0.4	0.8	-0.1	1.0	1.3	1.7	1.6
Croatia	0.2	1.3	-0.9	2.7	1.2	0.3	2.2
Hungary	0.5	0.1	1.0	4.8	2.4	2.6	2.0
Poland	0.7	1.0	0.4	1.7	1.5	0.6	1.4
Romania	-1.2	-1.6	-0.9	0.8	-1.3	-0.9	2.6
Sweden	1.0	1.1	1.0	1.4	1.5	1.7	2.3
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	2.4	1.7	1.4	1.0
European Union	0.6	1.0	0.2	1.0	1.1	1.2	1.6
United States	0.8	1.0	0.5	1.6	1.7	1.7	.
Japan	0.0	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.0	.

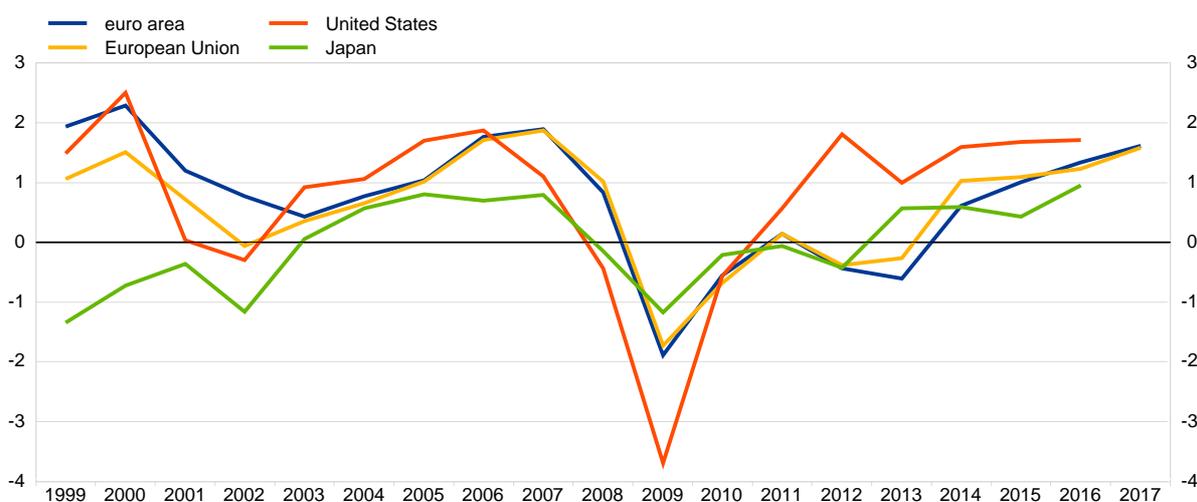
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.9 Employment

(persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.9	0.5	0.2	0.3
Germany	0.6	1.0	0.3	1.1	0.8	0.6	0.7
Estonia	3.2	5.1	1.3	2.1	-1.1	1.8	2.2
Ireland	3.4	2.0	5.3	6.5	22.5	2.3	.
Greece	0.4	2.2	-1.5	-0.2	-1.0	-0.7	-0.8
Spain	0.6	0.1	1.2	0.4	0.7	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.5	0.5	0.8	0.5	0.8
Italy	-0.2	0.0	-0.4	0.0	0.3	-0.5	0.3
Cyprus	0.7	1.2	0.1	0.4	0.5	0.1	0.5
Latvia	4.2	5.8	2.5	3.3	1.5	2.5	4.6
Lithuania	4.3	6.6	1.7	1.5	0.7	0.4	4.4
Luxembourg	0.2	0.5	-0.1	3.1	0.3	0.0	.
Malta	1.1	1.2	1.1	2.8	5.7	1.4	1.1
Netherlands	0.9	1.2	0.5	1.5	1.3	1.1	0.9
Austria	0.7	1.3	0.0	-0.1	0.5	0.2	1.2
Portugal	0.8	1.2	0.5	-0.5	0.4	0.0	-0.6
Slovenia	1.8	3.1	0.5	2.6	1.0	1.2	2.2
Slovakia	3.0	4.5	1.4	1.3	1.8	0.9	1.2
Finland	0.9	1.7	0.0	-0.2	0.3	1.9	1.8
Euro area	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5	0.7
Bulgaria	3.0	3.7	2.3	1.0	3.3	3.4	1.7
Czech Republic	2.4	3.6	1.1	2.2	3.8	1.3	2.7
Denmark	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	0.5
Croatia	1.5	2.6	0.5	-2.7	1.1	2.9	0.6
Hungary	1.7	3.3	0.0	-0.6	0.9	-0.4	2.0
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	2.3	2.3	3.1
Romania	5.0	7.0	2.7	2.3	5.3	5.8	4.3
Sweden	1.4	1.9	0.8	1.1	3.0	1.5	0.1
United Kingdom	1.0	1.5	0.4	0.7	0.6	0.5	0.7
European Union	1.0	1.3	0.6	0.7	1.2	0.7	0.8
United States	1.3	1.5	1.0	1.0	1.2	-0.2	.
Japan	0.8	1.1	0.5	-0.2	0.9	0.0	.

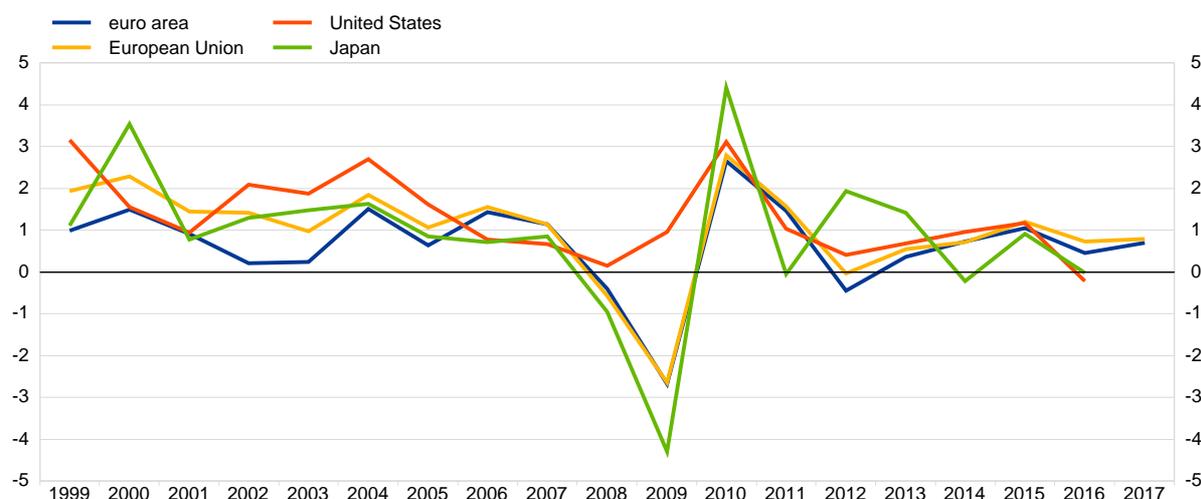
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 2.10 Labour productivity

(per persons employed; annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

2 Economic activity

2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)

	1999-2017 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ^{1), 2)}	2014	2015	2016	2017
Belgium	7.8	7.7	7.9	8.5	8.5	7.8	7.2
Germany	7.4	9.1	5.4	5.0	4.6	4.1	3.8
Estonia	9.5	9.3	9.7	7.4	6.2	6.8	5.8
Ireland	8.4	5.0	12.1	11.9	10.0	8.4	6.7
Greece	14.8	10.0	20.9	26.5	24.9	23.6	.
Spain	15.8	10.7	21.5	24.5	22.1	19.6	17.2
France	9.3	8.9	9.8	10.3	10.4	10.1	9.4
Italy	9.3	8.2	10.5	12.7	11.9	11.7	11.2
Cyprus	7.8	4.3	11.4	16.1	14.9	13.0	11.1
Latvia	12.0	10.9	13.2	10.8	9.9	9.6	8.7
Lithuania	11.4	11.0	11.9	10.7	9.1	7.9	7.1
Luxembourg	4.5	3.6	5.5	6.0	6.5	6.3	5.6
Malta	6.4	6.9	5.9	5.8	5.4	4.7	4.0
Netherlands	5.1	4.4	5.8	7.4	6.9	6.0	4.9
Austria	5.0	4.7	5.3	5.6	5.7	6.0	5.5
Portugal	9.9	7.3	12.7	14.1	12.6	11.2	9.0
Slovenia	7.1	6.1	8.2	9.7	9.0	8.0	6.8
Slovakia	14.3	16.0	12.3	13.2	11.5	9.7	8.1
Finland	8.5	8.5	8.4	8.7	9.4	8.8	8.6
Euro area	9.5	8.6	10.6	11.6	10.9	10.0	9.1
Bulgaria	11.1	12.4	9.8	11.4	9.2	7.6	6.3
Czech Republic	6.7	7.4	5.9	6.1	5.1	4.0	2.9
Denmark	5.6	4.5	6.7	6.5	6.2	6.2	5.7
Croatia	13.5	13.1	14.0	17.2	16.1	13.4	11.1
Hungary	7.5	6.6	8.6	7.7	6.8	5.1	4.2
Poland	12.1	15.5	8.4	9.0	7.5	6.2	4.9
Romania	6.9	7.2	6.6	6.8	6.8	5.9	4.9
Sweden	7.1	6.5	7.7	7.9	7.4	6.9	6.7
United Kingdom	6.0	5.2	6.9	6.1	5.3	4.8	.
European Union	9.0	8.5	9.5	10.2	9.4	8.6	7.6
United States	6.0	5.0	7.1	6.2	5.3	4.9	4.4
Japan	4.3	4.6	4.0	3.6	3.4	3.1	2.8

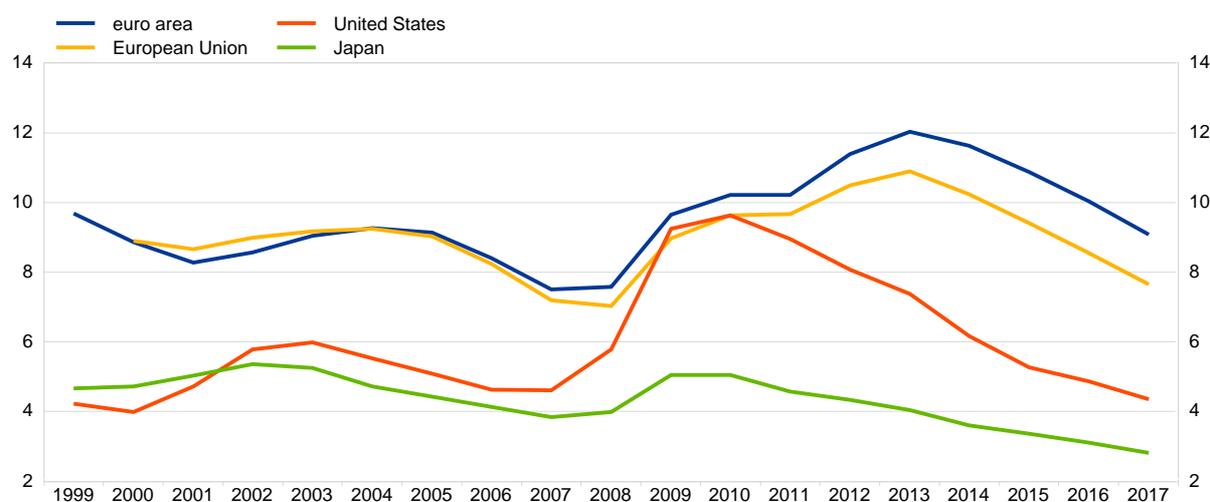
Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

2 Economic activity

2.12 Household debt ¹⁾ (percentages of GDP)

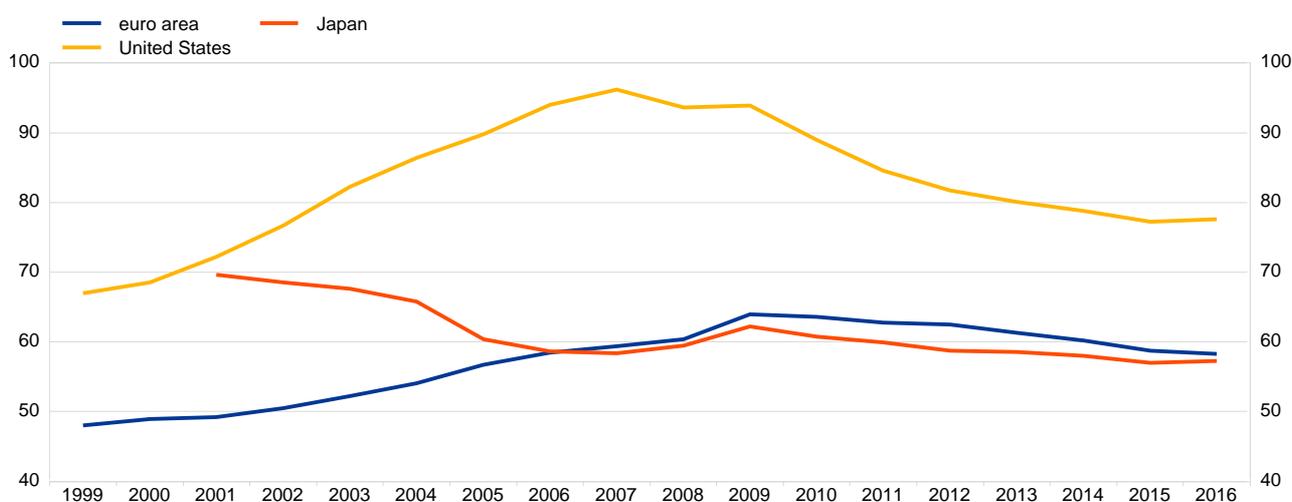
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	48.5	42.5	56.1	56.4	58.5	59.2	59.5
Germany	62.4	67.3	56.2	55.4	54.1	53.3	53.1
Estonia	34.1	25.4	44.9	40.0	39.5	40.3	41.4
Ireland	80.0	72.1	89.9	93.0	81.2	56.4	52.2
Greece	43.1	28.3	61.5	65.1	63.1	62.2	60.7
Spain	68.1	61.4	76.4	77.1	72.7	67.6	64.1
France	46.4	39.4	55.1	55.7	55.8	56.2	57.2
Italy	35.6	29.7	42.9	43.5	42.7	41.9	41.5
Cyprus	100.6	82.4	123.2	127.7	130.1	127.7	121.2
Latvia	34.7	34.5	34.8	29.7	26.3	24.5	23.8
Lithuania	17.3	11.2	25.1	22.4	21.5	22.2	22.8
Luxembourg	50.2	43.8	58.1	58.1	58.4	60.1	62.4
Malta	54.2	48.3	57.9	59.2	56.7	54.5	53.2
Netherlands	106.7	100.1	114.9	114.5	112.4	110.3	108.3
Austria	50.1	48.3	52.2	51.2	51.0	50.9	51.3
Portugal	78.3	72.9	85.1	86.1	81.7	76.7	72.5
Slovenia	24.1	19.1	29.1	29.8	28.3	27.6	27.3
Slovakia	19.2	10.5	29.9	29.9	32.6	35.0	38.2
Finland	51.2	41.2	63.6	64.0	65.4	66.7	67.2
Euro area	57.2	53.8	61.4	61.3	60.2	58.8	58.2
Bulgaria	18.6	12.0	26.0	25.5	24.9	23.8	23.2
Czech Republic	21.3	14.3	30.1	31.5	30.4	30.2	31.1
Denmark	118.5	105.9	134.3	132.8	131.1	129.2	128.9
Croatia	34.4	29.0	39.8	40.3	40.1	38.5	35.3
Hungary	23.5	18.2	30.1	28.0	25.4	21.3	20.3
Poland	27.9	18.7	34.8	35.1	35.6	36.0	36.7
Romania	13.2	7.9	19.8	19.2	18.0	17.5	16.8
Sweden	67.4	56.6	80.8	82.3	83.3	83.6	85.1
United Kingdom	83.3	78.6	89.2	86.9	85.1	85.4	86.1
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	82.7	82.7	82.8	80.1	78.8	77.3	77.6
Japan	61.3	63.6	59.0	58.6	58.0	57.0	57.2

Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans received by households and non-profit institutions serving households.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria available since 2000; for Croatia and Slovenia since 2001; for Poland since 2003; for Latvia and Malta since 2004.

Chart 2.12 Household debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.13 Household savings ratio

(percentages of adjusted disposable income¹⁾)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	14.8	16.0	13.4	12.5	12.3	11.9	11.2
Germany	16.4	16.1	16.7	16.2	16.8	17.0	17.1
Estonia	5.6	1.5	10.6	9.1	10.7	11.7	11.3
Ireland	7.8	6.8	9.0	9.1	7.3	6.8	6.7
Greece	3.1	6.7	-1.4	-4.7	-3.6	-5.4	-6.8
Spain	9.6	9.5	9.8	9.6	9.3	8.6	7.7
France	14.8	14.9	14.6	14.0	14.4	13.9	13.5
Italy	12.8	14.3	11.0	11.0	11.2	10.5	10.5
Cyprus	4.7	7.2	1.2	-3.3	-7.9	-5.7	.
Latvia	1.4	1.5	1.2	-3.8	-1.9	1.8	2.7
Lithuania	2.6	2.5	2.7	2.4	0.2	0.0	-0.5
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.5	11.6	13.6	14.1	14.5	13.1	13.1
Austria	14.9	15.8	13.7	12.7	12.4	12.5	13.4
Portugal	8.5	9.5	7.3	7.8	5.2	5.3	5.8
Slovenia	13.6	15.8	12.6	12.7	12.5	12.7	12.8
Slovakia	7.7	7.9	7.4	5.9	7.2	8.9	9.5
Finland	8.3	8.5	8.1	8.6	7.2	6.9	6.0
Euro area	13.1	13.4	12.7	12.5	12.7	12.4	12.1
Bulgaria	-6.7	-10.1	-2.5	-1.5	-4.5	-0.9	4.9
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	10.9	11.8	12.0	11.2
Denmark	6.6	5.5	8.0	8.8	3.8	10.3	10.2
Croatia	10.3	7.8	12.5	11.3	13.2	14.2	14.0
Hungary	9.5	9.5	9.5	9.8	10.9	9.6	.
Poland	6.2	8.7	3.1	2.5	2.3	2.3	4.4
Romania	-1.5	-6.5	4.7	13.3	14.5	15.5	21.7
Sweden	12.9	9.8	16.7	17.5	18.9	17.6	18.8
United Kingdom	7.7	7.6	7.8	6.7	6.8	6.5	5.2
European Union	11.7	11.8	11.5	11.2	11.0	10.9	10.8
United States	8.0	7.2	9.1	8.2	8.9	9.3	8.2
Japan	10.8	12.1	8.8	6.9	6.0	7.0	.

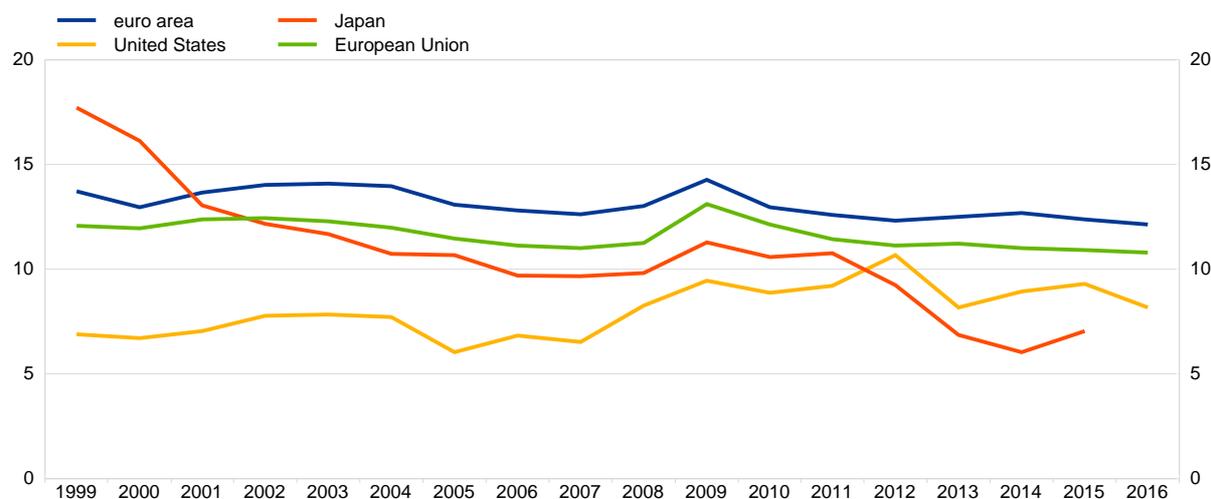
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Disposable income adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves.

2) Data for Luxembourg and Malta are not available. Data for Croatia since 2002; for Lithuania since 2004; and for Slovenia since 2005.

Chart 2.13 Household savings

(percentages of adjusted disposable income)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

2 Economic activity

2.14 Non-financial corporations' debt ¹⁾ (percentages of GDP)

	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	130.3	114.2	150.3	149.6	149.5	154.8	166.2
Germany	64.4	65.8	62.6	63.7	61.1	60.8	61.1
Estonia	84.0	79.0	90.4	87.1	90.5	87.1	85.2
Ireland	156.9	108.1	217.9	202.7	219.6	267.7	246.4
Greece	55.4	47.5	65.2	63.7	64.8	63.9	63.9
Spain	106.0	94.4	120.6	120.1	113.9	107.3	101.8
France	109.7	101.1	120.5	118.8	124.7	127.2	131.5
Italy	77.6	70.5	86.4	87.5	85.9	82.3	80.0
Cyprus	202.4	193.9	213.0	214.4	225.0	228.2	225.6
Latvia	77.9	66.6	84.9	79.3	76.8	77.5	73.2
Lithuania	43.8	45.6	42.7	39.8	36.6	37.0	40.5
Luxembourg	237.5	170.3	321.4	317.9	327.2	359.3	348.5
Malta	143.3	124.5	155.0	155.5	154.1	143.7	141.9
Netherlands	120.6	119.0	122.6	120.9	121.8	125.7	123.0
Austria	92.7	90.5	95.4	98.5	94.9	94.5	94.0
Portugal	113.6	101.3	128.9	137.2	128.8	121.2	114.6
Slovenia	79.6	71.8	84.5	88.6	79.0	67.9	60.8
Slovakia	48.0	45.4	51.3	50.1	52.6	51.7	55.0
Finland	100.0	89.7	112.8	113.1	118.1	124.3	114.2
Euro area	96.9	88.8	106.0	105.0	106.7	108.4	107.7
Bulgaria	87.4	68.8	108.4	112.5	108.8	96.6	91.4
Czech Republic	52.5	48.0	58.2	66.1	63.0	59.2	56.5
Denmark	86.4	80.5	93.8	94.0	90.7	90.0	91.9
Croatia	81.6	63.6	99.5	102.8	100.8	99.7	95.0
Hungary	72.1	61.8	85.0	83.2	82.6	78.2	72.3
Poland	38.9	33.0	43.4	43.6	46.1	47.4	49.6
Romania	48.8	44.5	54.2	48.6	45.1	43.9	40.4
Sweden	131.2	115.0	151.4	151.8	152.5	152.4	148.1
United Kingdom	117.8	116.4	119.6	110.6	118.8	111.9	119.7
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States ³⁾	66.4	64.8	68.5	67.4	68.5	70.3	72.1
Japan ⁴⁾	110.6	110.6	110.6	108.2	107.3	105.0	106.7

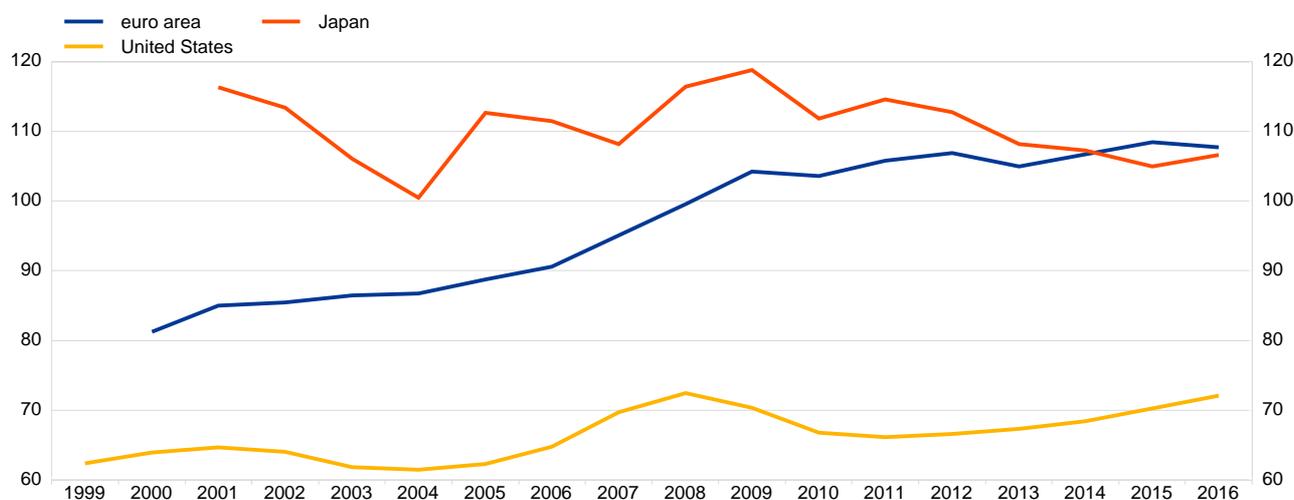
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

1) Defined as outstanding amounts of loans taken, debt securities issued and pension scheme liabilities.

2) Data for the European Union are not available. Data for Bulgaria since 2000; for Croatia since 2001; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

Chart 2.14 Non-financial corporations' debt
(percentages of GDP)



Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

3 Prices and costs

3.1 HICP

(annual percentage changes)

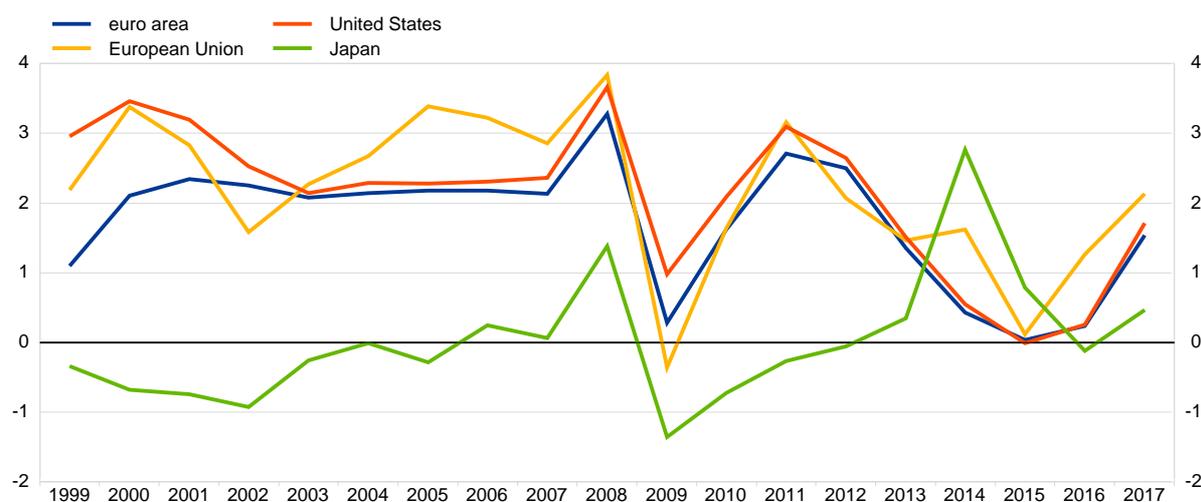
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.9	2.2	1.6	0.5	0.6	1.8	2.2
Germany	1.4	1.7	1.2	0.8	0.1	0.4	1.7
Estonia	3.5	4.6	2.3	0.5	0.1	0.8	3.7
Ireland	1.8	3.4	0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3
Greece	2.1	3.3	0.9	-1.4	-1.1	0.0	1.1
Spain	2.2	3.2	1.1	-0.2	-0.6	-0.3	2.0
France	1.5	1.9	1.1	0.6	0.1	0.3	1.2
Italy	1.9	2.4	1.3	0.2	0.1	-0.1	1.3
Cyprus	1.8	2.7	0.8	-0.3	-1.5	-1.2	0.7
Latvia	3.6	5.6	1.4	0.7	0.2	0.1	2.9
Lithuania	2.4	2.7	2.0	0.2	-0.7	0.7	3.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.6	0.7	0.1	0.0	2.1
Malta	2.1	2.6	1.6	0.8	1.2	0.9	1.3
Netherlands	1.9	2.4	1.3	0.3	0.2	0.1	1.3
Austria	1.8	1.9	1.8	1.5	0.8	1.0	2.2
Portugal	2.0	2.9	1.1	-0.2	0.5	0.6	1.6
Slovenia	3.4	5.5	1.2	0.4	-0.8	-0.2	1.6
Slovakia	3.8	6.2	1.3	-0.1	-0.3	-0.5	1.4
Finland	1.7	1.8	1.6	1.2	-0.2	0.4	0.8
Euro area	1.7	2.2	1.2	0.4	0.0	0.2	1.5
Bulgaria	4.0	6.7	1.0	-1.6	-1.1	-1.3	1.2
Czech Republic	2.1	2.7	1.4	0.4	0.3	0.6	2.4
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.4	0.2	0.0	1.1
Croatia	2.4	3.4	1.3	0.2	-0.3	-0.6	1.3
Hungary	4.7	6.7	2.5	0.0	0.1	0.4	2.4
Poland	2.9	3.9	1.7	0.1	-0.7	-0.2	1.6
Romania	11.3	19.5	2.8	1.4	-0.4	-1.1	1.1
Sweden	1.5	1.7	1.2	0.2	0.7	1.1	1.9
United Kingdom	2.0	1.8	2.2	1.5	0.0	0.7	2.7
European Union	2.1	2.7	1.4	0.5	0.0	0.3	1.7
United States ⁽¹⁾	2.2	2.8	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1
Japan ⁽¹⁾	0.0	-0.2	0.2	2.8	0.8	-0.1	0.5

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.1 HICP¹⁾

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

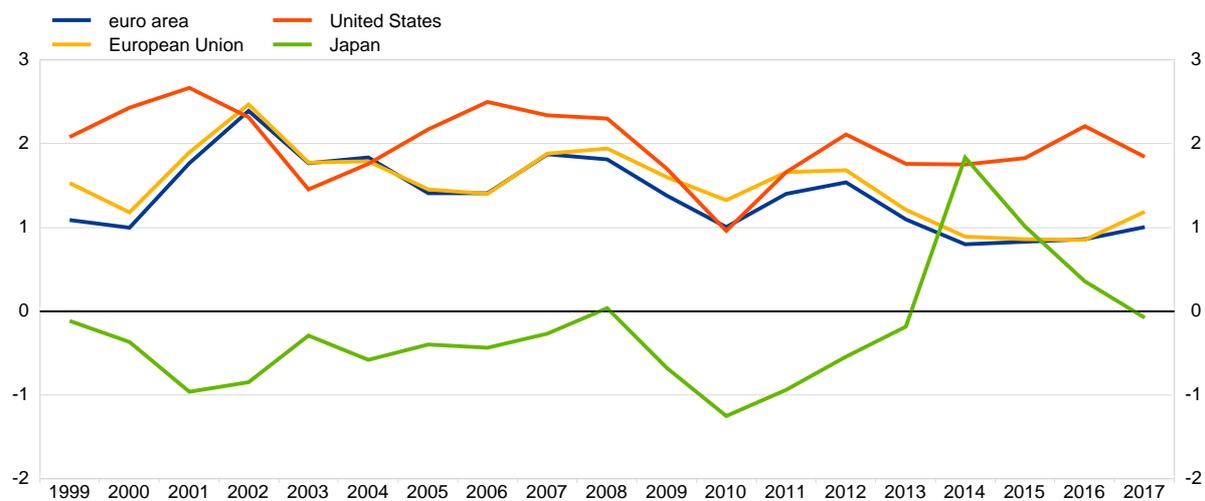
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
Germany	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
Estonia	2.8	3.8	1.6	1.3	1.2	1.2	2.0
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.7	1.6	0.7	0.2
Greece	1.6	2.9	0.2	-1.5	-0.4	0.6	0.3
Spain	1.8	2.7	0.8	-0.1	0.3	0.7	1.2
France	1.2	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
Italy	1.7	2.1	1.3	0.7	0.7	0.5	0.8
Cyprus	0.9	1.3	0.5	0.1	-0.4	-0.8	0.4
Latvia	2.5	4.3	0.5	1.7	1.5	1.2	1.7
Lithuania	1.5	1.7	1.2	0.7	1.9	1.7	2.6
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	1.3	1.7	1.0	1.4
Malta	1.6	2.1	1.1	1.5	1.5	1.0	0.9
Netherlands	1.6	1.9	1.3	0.6	0.9	0.6	0.8
Austria	1.7	1.5	1.9	1.7	1.7	1.6	2.1
Portugal	1.8	2.7	0.8	0.2	0.6	0.9	1.2
Slovenia	2.8	4.9	0.5	0.6	0.3	0.7	0.7
Slovakia	3.3	5.1	1.3	0.5	0.5	0.9	1.4
Finland	1.5	1.5	1.5	1.6	0.8	1.1	0.6
Euro area	1.4	1.6	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0
Bulgaria	3.6	6.5	0.4	-1.6	-0.6	-1.0	-0.5
Czech Republic	1.3	1.9	0.7	0.5	0.7	1.2	1.9
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.6	1.2	0.5	0.7
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.5	0.8	0.2	1.0
Hungary	3.1	4.3	2.3	1.4	1.7	1.5	1.4
Poland	2.4	3.5	1.1	0.2	0.5	0.2	0.7
Romania	5.4	9.3	2.5	2.3	1.6	0.0	0.2
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.4	0.9	1.2	1.4
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	1.6	1.0	1.2	2.3
European Union	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	1.2
United States ²⁾	2.0	2.4	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8
Japan ²⁾	-0.3	-0.2	-0.1	1.8	1.0	0.4	-0.1

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Slovenia and Czech Republic available since 2001; for Hungary and Romania since 2002; and for Croatia since 2006.

2) Data refer to the consumer price index.

Chart 3.2 HICP excluding food and energy ¹⁾
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States and Japan refer to the consumer price index.

3 Prices and costs

3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)

	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.7	1.9	1.4	0.7	1.1	1.6	1.9
Germany	1.2	0.8	1.5	1.8	2.0	1.3	1.5
Estonia	4.6	6.5	2.5	1.5	1.2	1.6	4.0
Ireland	1.9	3.3	0.1	-0.4	7.3	0.0	.
Greece	1.6	3.2	-0.2	-1.8	-1.0	-1.0	0.7
Spain	2.0	3.6	0.3	-0.2	0.6	0.3	1.0
France	1.3	1.8	0.8	0.6	1.1	0.4	0.8
Italy	1.8	2.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Cyprus	1.9	3.4	0.3	-1.6	-1.2	-0.7	1.5
Latvia	4.3	7.8	0.6	1.8	0.0	0.3	3.0
Lithuania	2.5	3.3	1.6	1.0	0.3	1.0	4.3
Luxembourg	2.7	3.2	1.9	1.6	1.3	-1.3	.
Malta	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	1.5	2.3
Netherlands	1.7	2.5	0.7	0.1	0.8	0.6	0.9
Austria	1.7	1.6	1.7	2.0	2.3	1.1	1.5
Portugal	2.1	3.2	1.0	0.8	2.0	1.5	1.4
Slovenia	3.1	4.9	1.1	0.8	1.0	0.9	2.0
Slovakia	2.6	4.6	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	1.3
Finland	1.6	1.5	1.7	1.7	1.9	0.8	0.9
Euro area	1.6	2.0	1.0	0.9	1.4	0.8	1.1
Bulgaria	4.1	6.0	2.0	0.5	2.2	2.2	1.2
Czech Republic	1.8	2.4	1.1	2.5	1.2	1.2	1.3
Denmark	1.9	2.5	1.2	1.0	0.7	0.0	1.6
Croatia	2.6	4.1	1.0	0.1	0.0	-0.1	1.2
Hungary	4.7	6.4	2.8	3.4	1.9	1.0	3.7
Poland	2.6	3.5	1.7	0.5	0.8	0.4	2.0
Romania	13.8	24.0	3.4	1.7	2.6	2.1	5.0
Sweden	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	1.6	2.1
United Kingdom	1.9	2.2	1.6	1.7	0.5	2.0	2.1
European Union	1.5	2.0	0.9	1.7	3.0	-1.2	0.4
United States	1.9	2.3	1.5	1.8	1.1	1.3	1.8
Japan	-0.7	-1.2	-0.2	1.7	2.1	0.3	-0.2

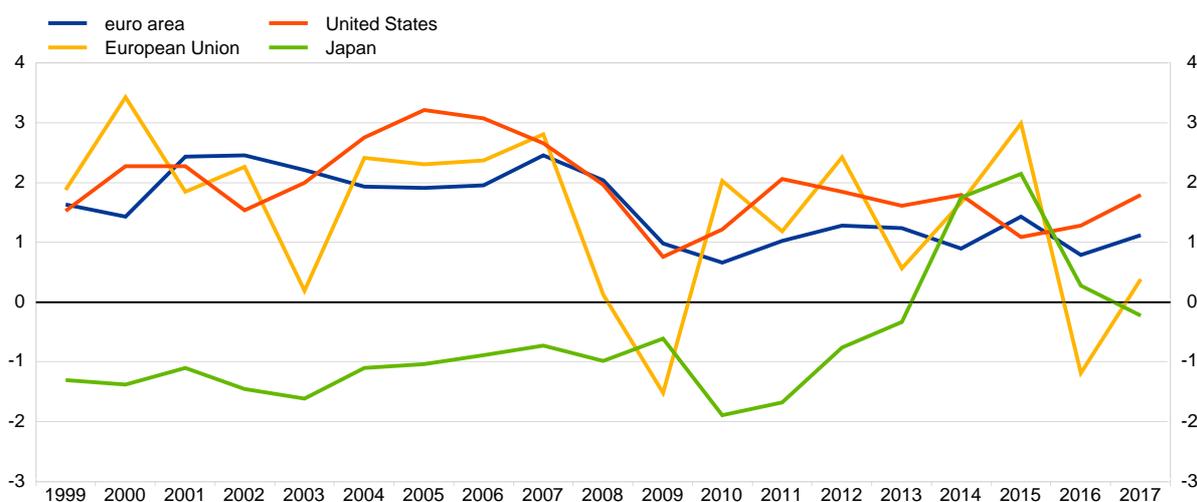
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.3 GDP deflator

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.4 Industrial producer prices

(annual percentage changes; domestic sales only)

	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.0	3.1	0.8	-4.6	-4.2	-1.8	8.9
Germany	1.4	2.4	0.2	-0.9	-1.8	-1.7	2.6
Estonia	2.9	4.7	1.6	-2.3	-2.8	-2.1	3.3
Ireland	1.4	4.0	0.5	-0.3	-4.4	-2.8	3.4
Greece	2.3	4.2	0.3	-0.8	-5.8	-5.4	4.2
Spain	2.2	3.3	1.0	-1.3	-2.1	-3.1	4.4
France	1.3	2.4	0.2	-1.3	-2.2	-2.3	2.4
Italy	1.5	3.1	0.0	-1.8	-3.4	-2.2	2.6
Cyprus	2.4	4.8	0.4	-3.1	-5.7	-3.7	2.7
Latvia	4.3	8.4	1.2	0.1	-1.4	-3.3	2.2
Lithuania	2.4	4.8	-0.3	-5.1	-9.2	-3.2	3.6
Luxembourg	2.2	5.1	-1.0	-4.8	-0.5	-2.5	-1.9
Malta	3.7	5.2	2.4	-1.1	-3.2	-0.4	0.7
Netherlands	2.2	4.6	-0.5	-1.7	-4.4	-2.5	4.4
Austria	1.1	1.8	0.3	-1.4	-2.1	-2.5	1.9
Portugal	2.2	3.6	0.6	-1.5	-4.2	-1.8	3.7
Slovenia	2.5	4.3	0.6	-1.0	-0.5	-1.4	1.3
Slovakia	2.2	5.3	-1.0	-3.7	-4.3	-4.4	2.6
Finland	1.7	2.6	0.7	-0.9	-2.2	-1.5	2.7
Euro area	1.6	2.7	0.3	-1.5	-2.8	-2.3	3.1
Bulgaria	3.9	6.2	1.5	-0.9	-1.7	-2.8	4.2
Czech Republic	1.4	2.6	0.1	-0.8	-3.2	-3.3	1.8
Denmark	2.8	5.0	0.5	-2.3	-6.5	-1.5	3.3
Croatia	2.1	3.1	0.9	-2.7	-3.8	-3.9	2.1
Hungary	4.7	7.4	1.7	-2.1	-3.1	-3.1	4.6
Poland	2.6	3.5	1.8	-1.4	-2.4	0.0	4.8
Romania	9.3	18.0	2.2	0.2	-1.8	-2.6	3.1
Sweden	1.9	3.1	0.6	0.1	-1.1	0.0	4.1
United Kingdom	2.8	4.3	1.2	-2.3	-7.6	-0.3	6.3
European Union	1.8	3.0	0.5	-1.6	-3.4	-1.9	3.6
United States ⁽²⁾	2.2	3.1	1.2	1.9	-3.3	-1.0	3.2
Japan ⁽³⁾	0.0	0.5	-0.5	3.2	-2.3	-3.5	2.3

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

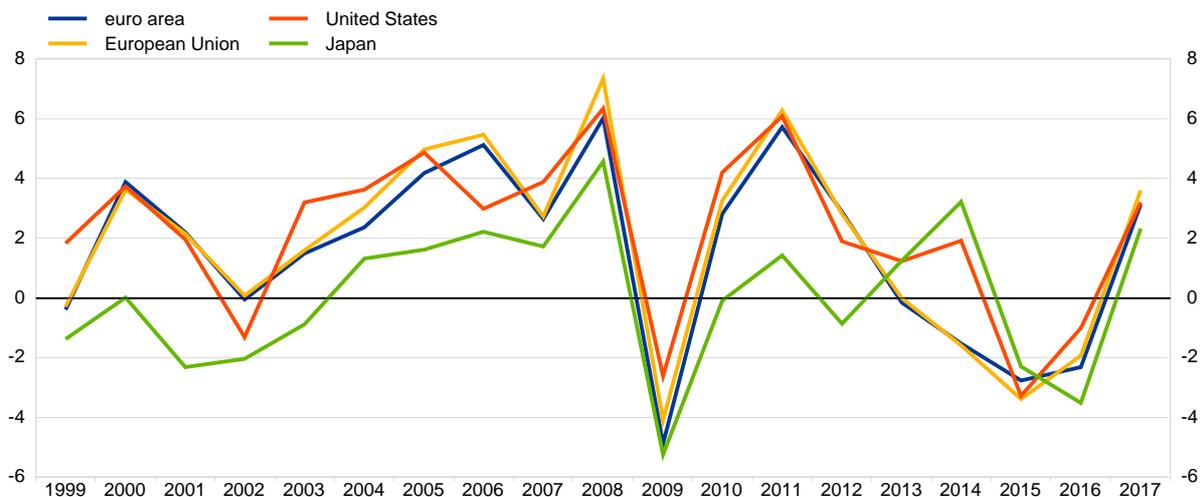
1) Data for Cyprus, Malta, Bulgaria, Poland and Romania available since 2001; for Latvia since 2002; for Estonia since 2003; and for Ireland since 2006.

2) Data refer to finished goods.

3) Data refer to the output price index in the manufacturing sector.

Chart 3.4 Industrial producer prices ¹⁾

(annual percentage changes; domestic sales only)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for the United States refer to finished goods; data for Japan refer to the output price index in the manufacturing sector.

3 Prices and costs

3.5 Unit labour costs (annual percentage changes)

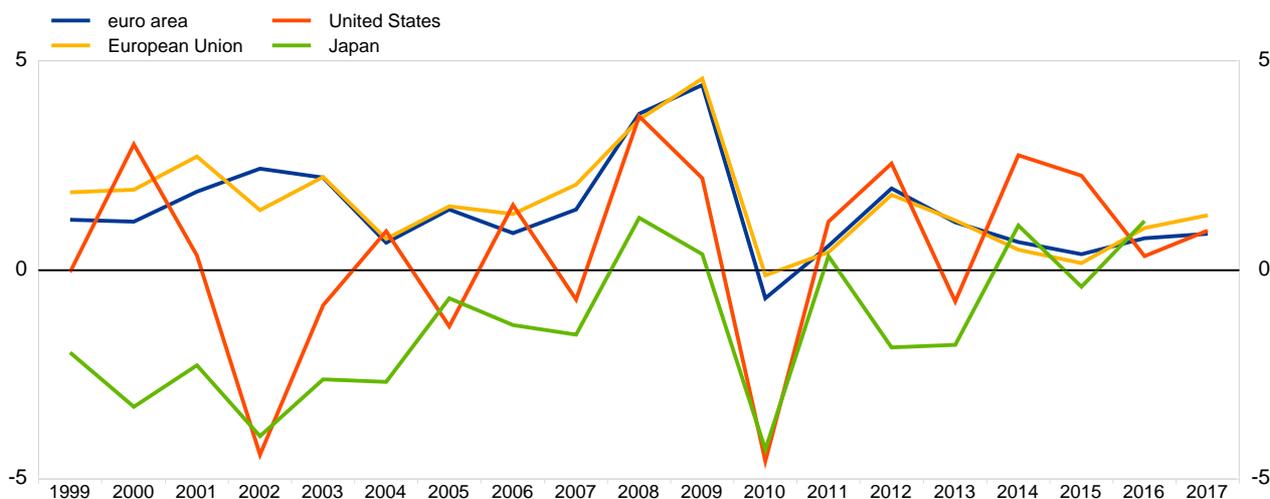
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	1.5	1.8	1.3	0.0	-0.5	-0.1	1.4
Germany	1.0	0.2	2.0	1.7	1.8	1.6	1.9
Estonia	4.9	7.0	2.5	4.2	4.6	4.0	3.5
Ireland	-0.2	3.7	-4.8	-4.4	-16.6	-0.2	.
Greece	1.6	3.6	-0.6	-1.8	-1.3	-0.2	0.9
Spain	1.5	3.3	-0.4	-0.3	1.4	-0.7	-0.1
France	1.6	1.9	1.3	0.9	0.0	0.4	1.1
Italy	1.9	2.7	1.0	0.1	0.7	0.9	-0.2
Cyprus	1.6	3.2	-0.1	-4.0	-1.7	-0.8	0.2
Latvia	4.8	8.8	0.5	5.2	6.1	4.2	3.2
Lithuania	2.3	2.8	1.7	3.2	5.0	5.9	4.6
Luxembourg	2.7	3.3	2.0	-0.9	2.8	0.7	.
Malta	2.1	2.6	1.6	-1.2	-0.6	1.5	0.0
Netherlands	1.6	2.0	1.0	0.1	-1.6	0.4	.
Austria	1.4	1.0	1.9	2.0	1.6	2.1	0.4
Portugal	1.4	2.6	0.1	-1.3	0.0	2.1	1.7
Slovenia	3.0	4.6	1.2	-1.2	0.4	1.6	0.6
Slovakia	2.6	3.6	1.5	0.5	1.6	1.4	2.8
Finland	1.6	1.6	1.6	1.1	1.2	-0.6	-2.7
Euro area	1.4	1.7	1.1	0.7	0.4	0.8	0.9
Bulgaria	5.0	5.2	4.9	4.6	2.3	2.3	5.7
Czech Republic	2.2	2.8	1.5	0.4	-0.8	3.3	3.6
Denmark	1.9	2.7	1.0	0.7	1.3	0.9	0.9
Croatia	0.9	2.7	-0.7	-2.6	-0.7	-3.0	-1.7
Hungary	4.1	6.1	2.0	1.4	-2.4	4.4	5.8
Poland	1.0	0.8	1.2	0.6	-0.6	2.1	.
Romania	11.8	21.0	2.4	4.3	-3.3	4.1	10.3
Sweden	1.9	2.2	1.7	1.0	-0.3	1.3	2.0
United Kingdom	2.3	2.9	1.7	-0.1	0.4	2.7	2.2
European Union	1.6	1.9	1.2	0.5	0.2	1.0	1.3
United States	0.4	0.2	0.7	2.7	2.3	0.3	0.9
Japan	-1.4	-1.9	-0.7	1.1	-0.4	1.2	.

Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.5 Unit labour costs
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.6 Compensation per employee (annual percentage changes)

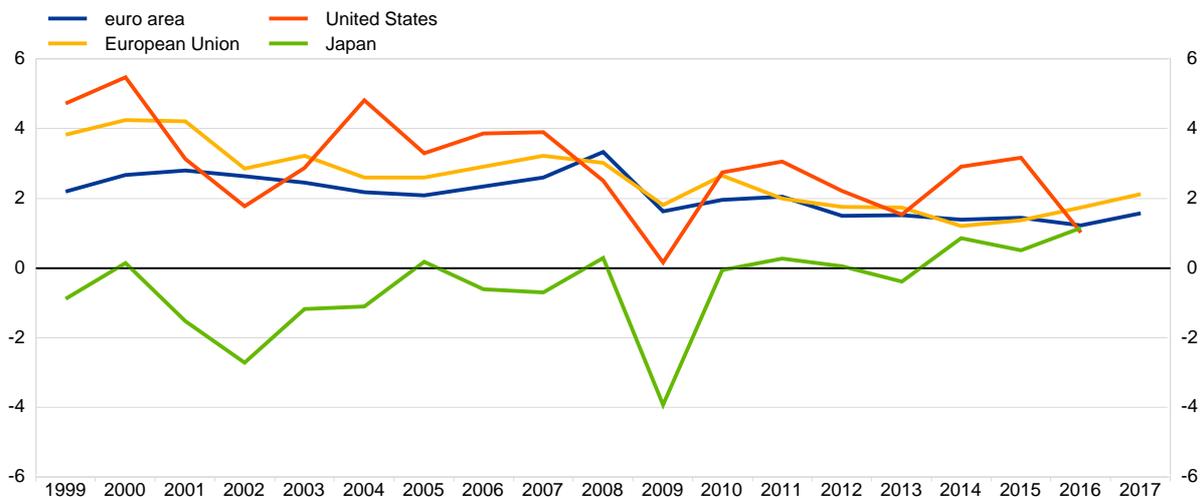
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	2.3	2.9	1.6	0.9	0.0	0.1	1.7
Germany	1.7	1.2	2.2	2.8	2.7	2.2	2.6
Estonia	8.3	12.4	3.8	6.4	3.4	5.9	5.7
Ireland	3.3	5.7	0.3	1.8	2.1	2.0	.
Greece	2.1	6.0	-2.1	-2.0	-2.3	-0.9	0.1
Spain	2.2	3.5	0.8	0.1	2.2	0.0	0.4
France	2.3	2.8	1.7	1.4	0.9	0.9	1.9
Italy	1.6	2.6	0.6	0.2	1.0	0.4	0.2
Cyprus	2.3	4.5	0.0	-3.6	-1.2	-0.7	0.7
Latvia	9.2	15.1	3.0	8.6	7.7	6.8	7.9
Lithuania	6.7	9.6	3.5	4.7	5.8	6.2	9.1
Luxembourg	2.9	3.7	1.9	2.2	3.0	0.7	.
Malta	3.3	3.9	2.7	1.6	5.1	2.9	1.1
Netherlands	2.4	3.2	1.5	1.6	-0.3	1.5	.
Austria	2.1	2.3	2.0	1.9	2.1	2.4	1.6
Portugal	2.2	3.8	0.5	-1.8	0.4	2.1	1.1
Slovenia	4.9	7.9	1.7	1.3	1.4	2.8	2.8
Slovakia	5.7	8.3	3.0	1.8	3.5	2.3	4.1
Finland	2.5	3.3	1.6	1.0	1.4	1.3	-1.0
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.4	1.4	1.2	1.6
Bulgaria	8.2	9.1	7.3	5.6	5.6	5.8	7.5
Czech Republic	4.7	6.5	2.6	2.6	3.0	4.6	6.4
Denmark	2.8	3.6	1.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Croatia	2.4	5.4	-0.2	-5.2	0.4	-0.2	-1.1
Hungary	5.9	9.6	2.0	0.8	-1.5	4.0	7.9
Poland	3.8	3.5	4.0	2.2	1.7	4.4	.
Romania	17.3	29.6	5.1	6.7	1.9	10.1	15.0
Sweden	3.4	4.1	2.6	2.2	2.7	2.8	2.1
United Kingdom	3.3	4.4	2.1	0.5	1.1	3.3	2.9
European Union	2.6	3.3	1.8	1.2	1.4	1.7	2.1
United States	2.9	3.6	2.1	2.9	3.2	1.0	.
Japan	-0.5	-0.8	-0.2	0.8	0.5	1.2	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2015 and 2009-2015.

Chart 3.6 Compensation per employee
(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

3 Prices and costs

3.7 Residential property prices (annual percentage changes)

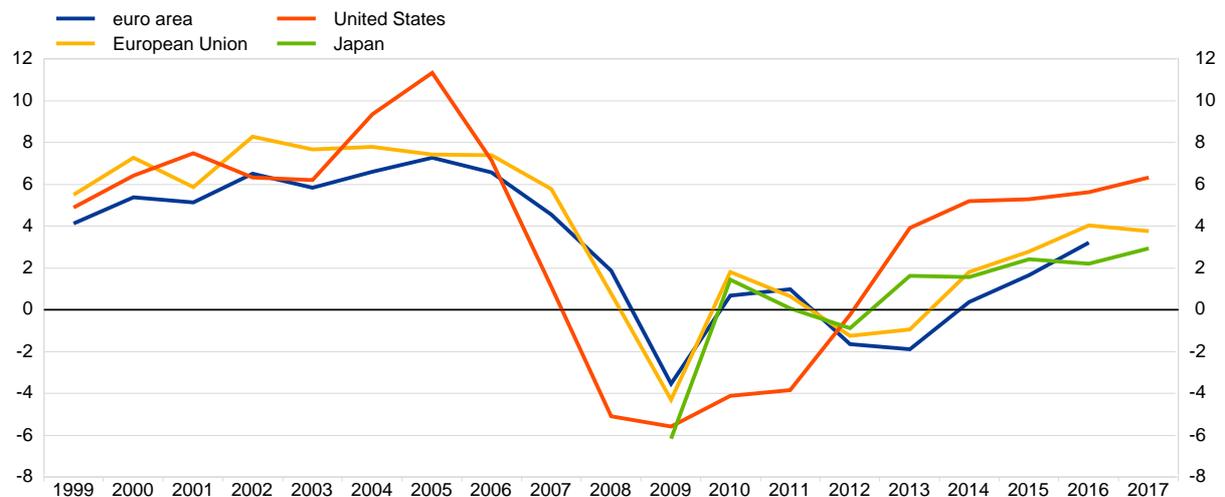
	1999-2017 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2017 ²⁾	2014	2015	2016	2017
Belgium	5.3	7.8	2.2	0.7	3.8	0.9	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.1	4.5	6.0	.
Estonia	5.4	17.7	1.1	13.7	6.9	4.7	.
Ireland	3.9	10.6	-4.0	17.2	10.7	7.5	.
Greece	1.5	8.6	-5.9	-7.5	-5.0	-2.4	-1.0
Spain	3.7	10.5	-4.2	0.3	3.6	4.7	.
France	4.9	9.3	0.1	-1.8	-1.9	0.9	3.2
Italy	2.0	5.6	-2.2	-4.4	-2.6	-0.8	.
Cyprus	3.5	15.3	-4.5	-8.8	-4.3	-1.4	.
Latvia	0.4	17.4	-3.5	6.0	-3.4	8.5	.
Lithuania	1.1	17.3	-2.6	6.4	3.7	5.4	.
Luxembourg	4.0	3.4	4.1	4.4	5.4	5.9	.
Malta	5.5	17.2	1.4	2.6	5.8	5.4	.
Netherlands	3.5	7.4	-0.6	0.9	2.8	5.0	7.6
Austria	3.1	1.0	5.5	3.4	4.2	7.3	3.8
Portugal	0.0	-	0.0	4.2	3.1	7.1	.
Slovenia	1.6	14.4	-2.8	-6.6	0.8	3.3	.
Slovakia	3.7	20.9	-2.1	-0.8	0.9	4.3	.
Finland	2.6	4.5	1.8	-0.4	0.0	0.6	.
Euro area	2.9	5.4	0.0	0.4	1.6	3.2	.
Bulgaria	2.7	22.7	-4.0	1.4	2.8	7.0	.
Czech Republic	0.8	-	0.8	2.5	4.0	7.2	.
Denmark	4.1	10.0	0.6	3.8	7.0	4.7	.
Croatia	-2.6	-	-2.6	-1.6	-2.9	0.9	.
Hungary	1.5	2.4	1.4	4.2	13.1	13.4	.
Poland	-0.6	-	-0.6	1.0	1.5	1.9	.
Romania	-2.8	-	-2.8	-2.1	2.9	6.0	.
Sweden	7.6	8.5	6.3	9.4	13.1	8.6	.
United Kingdom	6.2	9.5	2.3	8.0	6.0	7.0	4.8
European Union	3.7	6.4	0.5	1.8	2.8	4.0	.
United States	3.3	5.4	0.7	5.2	5.3	5.6	6.3
Japan	1.2	-	1.2	1.6	2.4	2.2	.

Sources: National sources and ECB.

1) Data for Cyprus and Denmark available since 2002; for Germany since 2003; for Estonia, Ireland, Spain, Malta, Finland and Bulgaria since 2005; for Latvia since 2006; for Luxembourg and Slovenia since 2007; for Portugal, the Czech Republic, Croatia and Japan since 2008; for Romania since 2009; and for Poland since 2010.

2) Where data are not available for 2017, the average indicated is for the periods 1999-2016 and 2009-2016.

Chart 3.7 Residential property prices
(annual percentage changes)



Sources: National sources and ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.1 Effective exchange rates

(period averages; index: 1999 Q1=100)

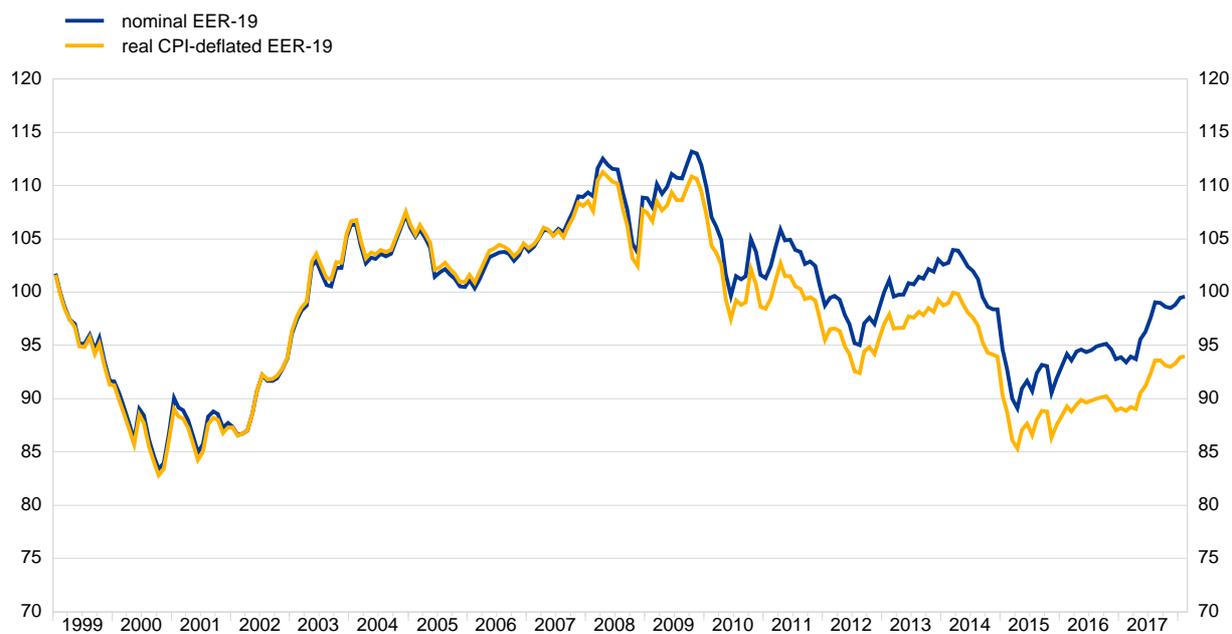
	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
EER-19							
Nominal	99.4	98.8	100.0	101.4	91.7	94.4	96.6
Real CPI	97.6	98.7	96.5	97.2	87.6	89.5	91.4
Real PPI	97.1	98.5	95.5	96.4	88.6	90.8	92.0
Real GDP deflator	94.4	96.8	91.4	90.9	82.8	84.9	
Real ULCM ⁽¹⁾	97.2	96.8	97.7	96.3	80.7	80.0	
Real ULCT	97.4	97.1	97.9	98.4	88.3	89.5	
EER-38							
Nominal	107.5	103.8	111.6	114.1	105.7	109.7	112.0
Real CPI	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5

Source: ECB.

1) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

Chart 4.1 Effective exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.2 Bilateral exchange rates

(units of national currency per euro; period averages)

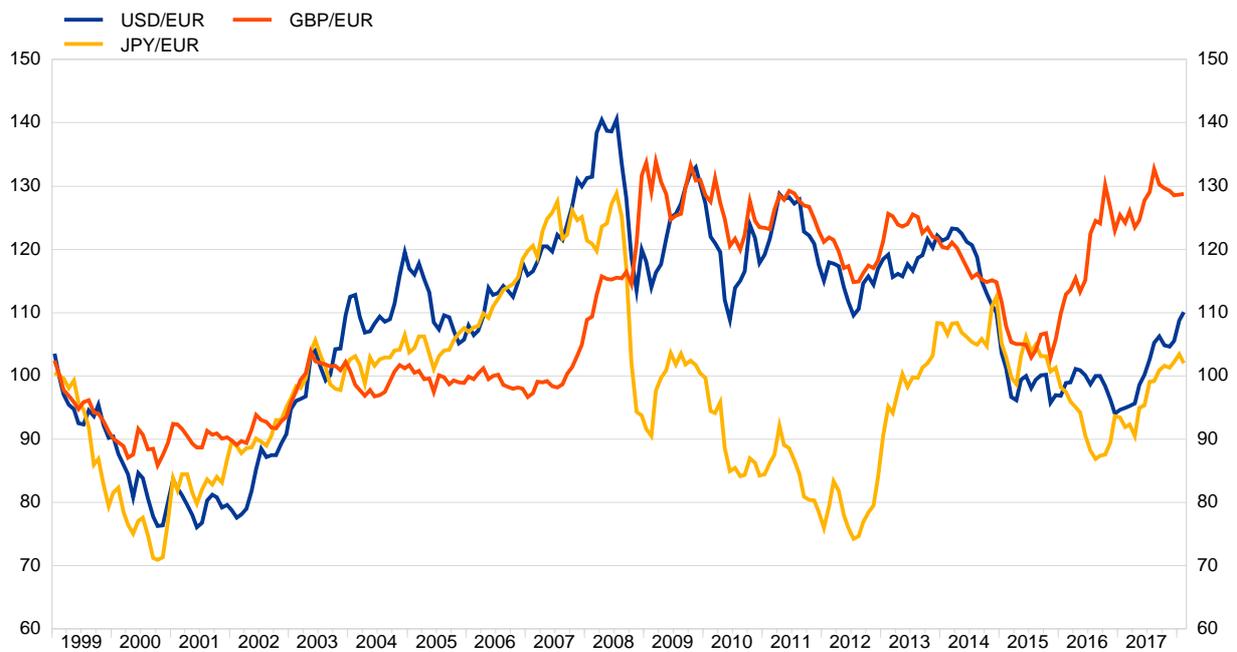
	1999-2017 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Chinese renminbi	8.803	9.468	8.212	8.186	6.973	7.352	7.629
Croatian kuna	7.451	7.406	7.490	7.634	7.614	7.533	7.464
Czech koruna	28.818	31.193	26.179	27.536	27.279	27.034	26.326
Danish krone	7.448	7.446	7.449	7.455	7.459	7.445	7.439
Hungarian forint	273.340	253.282	295.626	308.706	309.996	311.438	309.193
Japanese yen	127.407	130.952	123.468	140.306	134.314	120.197	126.711
Polish zloty	4.091	3.991	4.202	4.184	4.184	4.363	4.257
Pound sterling	0.750	0.674	0.834	0.806	0.726	0.819	0.877
Romanian leu	3.729	3.132	4.391	4.444	4.445	4.490	4.569
Swedish krona	9.232	9.132	9.344	9.099	9.353	9.469	9.635
Swiss franc	1.400	1.555	1.227	1.215	1.068	1.090	1.112
US dollar	1.208	1.155	1.267	1.329	1.110	1.107	1.130

Source: ECB.

1) Data for Chinese renminbi and Croatian kuna available since 2001.

Chart 4.2 Bilateral exchange rates

(monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.3 Real effective exchange rates ¹⁾

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2017	1999-2008	2009-2017	2014	2015	2016	2017
Belgium	99.7	99.2	100.1	100.6	96.2	98.7	100.2
Germany	92.7	95.2	95.2	90.6	85.7	87.1	87.9
Estonia	114.8	106.5	124.0	125.8	124.1	126.1	128.2
Ireland	107.8	108.9	106.6	106.2	98.2	99.5	99.7
Greece	100.3	99.3	101.5	99.9	94.8	95.8	96.3
Spain	106.0	104.8	107.3	107.9	102.4	103.3	104.7
France	95.9	97.6	94.1	94.4	89.9	91.1	91.4
Italy	99.5	100.2	98.7	99.6	94.6	95.6	96.1
Cyprus	104.3	104.1	104.6	105.6	99.6	99.7	99.9
Latvia	109.4	104.7	114.6	113.6	112.6	113.7	114.0
Lithuania	122.3	115.7	129.6	129.8	127.0	129.4	130.9
Luxembourg	106.0	104.4	107.8	109.1	104.4	105.1	106.3
Malta	105.7	105.1	106.5	107.0	101.7	103.9	104.9
Netherlands	101.0	102.5	99.2	100.3	94.6	95.6	96.3
Austria	96.4	97.0	95.6	96.8	94.0	95.6	96.6
Portugal	102.5	103.1	101.9	101.5	98.7	100.1	100.5
Slovenia	99.9	99.4	100.3	101.3	97.3	97.8	98.1
Slovakia	163.6	139.3	190.6	192.8	186.5	186.7	186.3
Finland	95.9	96.9	94.8	96.3	93.0	94.1	93.6
Euro area	96.3	97.9	94.5	95.4	86.9	89.2	90.5
Bulgaria	133.2	120.9	146.8	146.7	140.2	139.6	140.5
Czech Republic	133.1	122.4	145.0	137.8	134.0	137.7	143.5
Denmark	98.5	99.4	97.5	97.4	93.4	94.5	95.0
Croatia	104.4	103.5	105.5	104.3	101.1	102.4	103.5
Hungary	128.9	125.4	132.7	128.9	123.6	124.6	127.2
Poland	116.8	117.4	116.2	117.8	112.7	108.8	112.2
Romania	133.0	127.5	139.2	142.7	137.5	135.7	133.5
Sweden	92.8	95.3	90.1	91.2	85.5	86.4	85.7
United Kingdom	89.3	97.9	79.8	84.4	88.1	79.0	75.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	94.8	99.4	89.6	85.8	95.0	99.2	98.8
Japan	82.6	89.4	75.0	64.8	60.4	68.6	65.3

Source: ECB.

1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

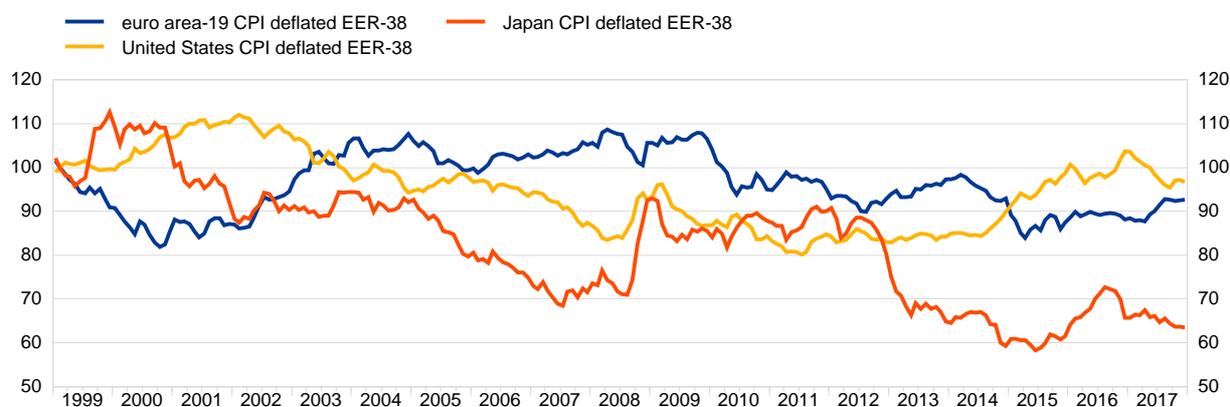
For individual euro area countries, indicators are calculated vis-à-vis these same trading partners plus other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the national currency vis-à-vis 38 trading partners (including the euro area) is displayed.

A positive change points to a decrease in price competitiveness.

Chart 4.3 Real effective exchange rates

(deflated by consumer price indices; monthly averages; index: 1999 Q1=100)



Source: ECB.

4 Exchange rates and balance of payments

4.4 Balance of payments: net current account

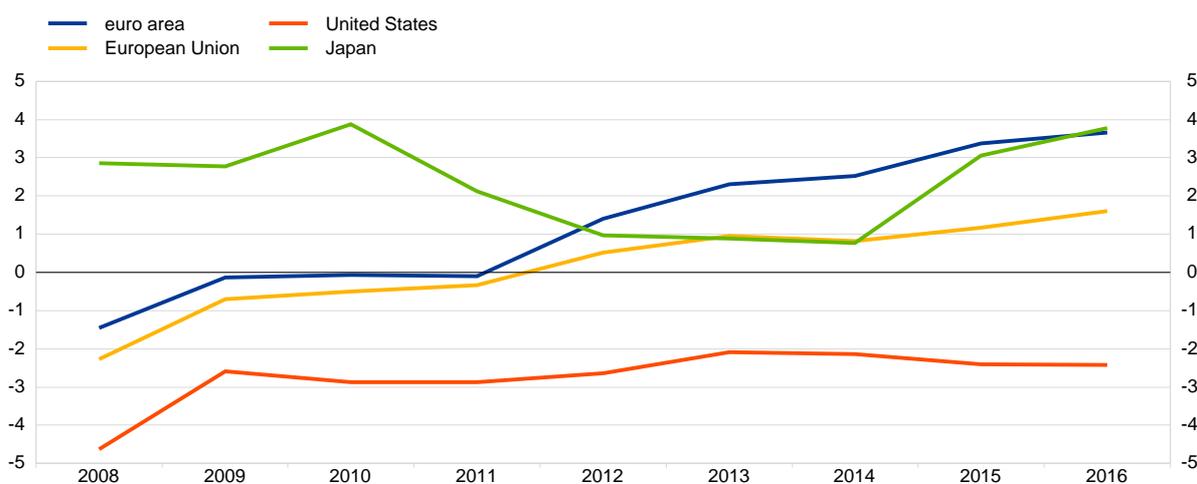
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2016	2008-2011	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.9	-0.2	0.1
Germany	7.0	5.7	8.1	7.0	7.9	9.3	9.1
Estonia	0.0	-0.7	0.6	0.6	0.3	2.3	2.2
Ireland	0.0	-4.4	3.5	2.2	1.7	12.0	4.3
Greece	-6.3	-12.1	-1.7	-2.0	-1.6	-0.2	-1.0
Spain	-1.7	-5.1	1.1	1.5	1.1	1.1	1.9
France	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-0.9
Italy	-0.4	-2.8	1.4	1.0	2.0	1.6	2.9
Cyprus	-6.7	-9.5	-4.4	-5.1	-4.4	-1.5	-4.9
Latvia	-1.7	-1.8	-1.6	-3.1	-2.0	-0.5	1.6
Lithuania	-2.2	-4.6	-0.3	0.9	3.5	-3.1	-1.3
Luxembourg	6.2	6.8	5.8	6.0	5.7	5.7	5.4
Malta	1.6	-3.0	5.3	2.8	9.6	5.0	7.3
Netherlands	8.2	6.5	9.5	10.2	8.9	9.0	8.8
Austria	2.5	2.9	2.1	2.1	2.7	2.1	2.4
Portugal	-4.2	-9.6	0.2	1.6	0.1	0.1	0.8
Slovenia	1.9	-1.4	4.6	4.5	6.0	4.6	5.5
Slovakia	-2.1	-4.9	0.2	1.9	1.2	-1.8	-1.5
Finland	-0.5	0.9	-1.6	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6
Euro area	1.3	-0.4	2.7	2.3	2.5	3.4	3.7
Bulgaria	-2.7	-7.6	1.3	1.4	0.1	0.0	6.0
Czech Republic	-1.2	-2.5	-0.1	-0.5	0.2	0.2	1.1
Denmark	6.7	4.8	8.2	8.1	9.4	9.3	7.7
Croatia	-0.7	-3.9	1.9	0.9	1.9	4.4	2.5
Hungary	1.1	-1.7	3.3	3.8	1.5	3.4	6.2
Poland	-3.2	-5.3	-1.6	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3
Romania	-4.1	-6.6	-2.1	-1.1	-0.7	-1.3	-2.3
Sweden	5.8	6.2	5.5	6.0	5.1	5.2	4.9
United Kingdom	-4.9	-3.6	-6.0	-6.0	-6.2	-6.6	-6.6
European Union	0.1	-1.0	1.0	0.9	0.8	1.2	1.6
United States	-2.7	-3.2	-2.3	-2.1	-2.1	-2.4	-2.4
Japan	2.3	2.9	1.9	0.9	0.8	3.1	3.8

Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

Chart 4.4 Balance of payments: net current account

(percentages of GDP, non-working day and non-seasonally adjusted)



Sources: ECB, national data from BIS databank (for the United States and Japan) and Eurostat.

4 Exchange rates and balance of payments

4.5 Net international investment position

(chain-linked volumes; percentages of GDP; end-of-period averages)

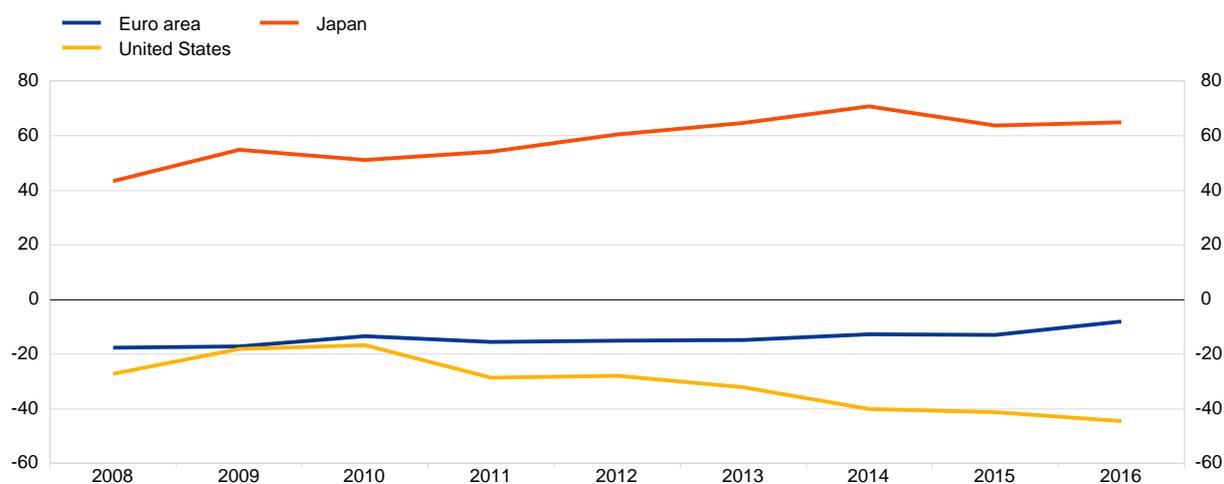
	2008-2016 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	55.2	58.6	52.5	54.6	47.7	50.5	55.6
Germany	34.8	22.9	44.3	36.1	43.5	52.8	59.8
Estonia	-59.6	-70.3	-51.0	-56.3	-53.5	-46.0	-43.6
Ireland	-147.2	-119.4	-169.5	-135.2	-164.8	-214.2	-193.5
Greece	-109.0	-87.2	-126.5	-127.9	-127.0	-129.7	-131.4
Spain	-90.3	-88.5	-91.8	-95.7	-98.1	-90.5	-84.9
France	-14.0	-11.6	-15.9	-17.1	-16.2	-16.4	-16.5
Italy	-20.2	-20.5	-20.0	-23.6	-22.3	-20.9	-10.5
Cyprus	-124.0	-104.9	-139.4	-142.5	-148.7	-145.0	-126.7
Latvia	-77.5	-82.4	-73.6	-75.2	-76.0	-73.4	-67.9
Lithuania	-53.1	-55.4	-51.2	-51.5	-49.9	-48.5	-48.3
Luxembourg	24.8	-0.6	45.2	56.3	35.5	42.4	38.6
Malta	26.5	8.7	40.8	28.7	47.1	56.6	51.2
Netherlands	29.2	6.3	47.5	32.0	50.2	57.3	70.7
Austria	-1.2	-5.5	2.2	1.4	3.6	2.8	6.3
Portugal	-109.7	-101.4	-116.4	-118.1	-120.3	-117.0	-110.8
Slovenia	-44.8	-43.8	-45.6	-48.7	-47.6	-41.8	-39.1
Slovakia	-63.8	-62.5	-64.8	-64.5	-65.7	-66.7	-64.1
Finland	3.8	7.7	0.7	4.2	-3.5	-6.8	-2.7
Euro area	-14.1	-16.0	-12.7	-14.8	-12.8	-12.9	-7.9
Bulgaria	-70.8	-68.6	-72.6	-78.4	-80.7	-67.1	-52.7
Czech Republic	-38.6	-42.2	-35.8	-39.3	-35.2	-32.9	-24.9
Denmark	28.0	9.2	43.1	38.7	45.5	36.2	58.0
Croatia	-83.2	-84.9	-81.8	-88.0	-84.6	-76.0	-70.2
Hungary	-89.5	-103.8	-78.1	-83.9	-78.8	-67.7	-66.9
Poland	-61.9	-57.2	-65.7	-70.2	-68.8	-62.4	-59.3
Romania	-61.1	-59.3	-62.5	-66.4	-61.7	-59.7	-55.5
Sweden	-4.5	-7.0	-2.5	-14.0	1.2	5.2	11.5
United Kingdom	-14.7	-6.7	-21.2	-20.1	-26.3	-23.2	-4.8
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	-30.8	-22.7	-37.2	-32.2	-40.1	-41.4	-44.7
Japan	58.7	50.9	64.9	64.7	70.7	63.8	64.8

Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

1) Data for Bulgaria available since 2010.

Chart 4.5 Net international investment position

(percentages of GDP)



Sources: ECB and national data from BIS databank (for the United States and Japan).

5 Fiscal developments

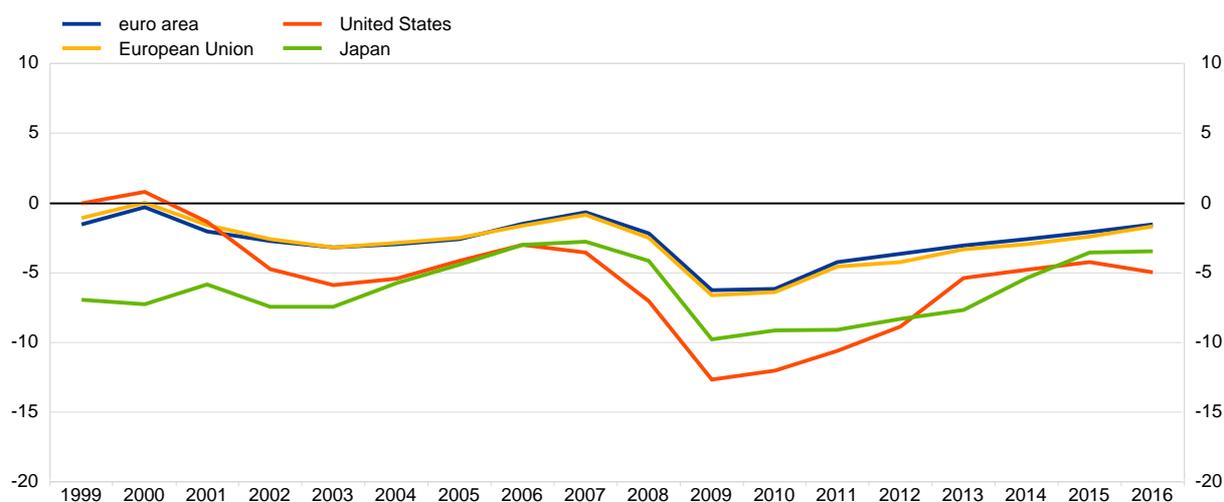
5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	-1.9	-0.6	-3.6	-3.1	-3.1	-2.5	-2.5
Germany	-1.5	-2.1	-0.9	-0.1	0.3	0.6	0.8
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.2	0.7	0.1	-0.3
Ireland	-4.0	0.7	-9.9	-6.1	-3.6	-1.9	-0.7
Greece	-7.5	-6.7	-8.4	-13.2	-3.6	-5.7	0.5
Spain	-3.7	-0.3	-7.9	-7.0	-6.0	-5.3	-4.5
France	-3.6	-2.6	-4.9	-4.1	-3.9	-3.6	-3.4
Italy	-3.1	-2.9	-3.4	-2.9	-3.0	-2.6	-2.5
Cyprus	-3.2	-2.1	-4.5	-5.1	-8.8	-1.2	0.5
Latvia	-2.5	-1.9	-3.3	-1.0	-1.2	-1.2	0.0
Lithuania	-2.8	-1.9	-3.9	-2.6	-0.6	-0.2	0.3
Luxembourg	1.7	2.6	0.6	1.0	1.3	1.4	1.6
Malta	-3.6	-4.9	-2.0	-2.4	-1.8	-1.1	1.1
Netherlands	-1.6	-0.5	-3.1	-2.4	-2.3	-2.1	0.4
Austria	-2.4	-2.2	-2.7	-2.0	-2.7	-1.0	-1.6
Portugal	-5.3	-4.2	-6.6	-4.8	-7.2	-4.4	-2.0
Slovenia	-3.8	-2.2	-5.9	-14.7	-5.3	-2.9	-1.9
Slovakia	-4.7	-5.0	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2
Finland	1.1	3.8	-2.3	-2.6	-3.2	-2.7	-1.7
Euro area	-2.7	-2.0	-3.7	-3.0	-2.6	-2.1	-1.5
Bulgaria	-0.6	0.6	-2.1	-0.4	-5.5	-1.6	0.0
Czech Republic	-3.1	-3.6	-2.4	-1.2	-1.9	-0.6	0.7
Denmark	0.6	2.4	-1.7	-1.2	1.1	-1.8	-0.6
Croatia	-4.4	-3.7	-5.0	-5.3	-5.1	-3.3	-0.9
Hungary	-4.8	-6.0	-3.3	-2.6	-2.7	-2.0	-1.9
Poland	-4.2	-3.9	-4.5	-4.1	-3.6	-2.6	-2.5
Romania	-3.4	-2.8	-4.1	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0
Sweden	0.5	1.2	-0.4	-1.4	-1.6	0.2	1.1
United Kingdom	-4.0	-1.9	-6.6	-5.4	-5.5	-4.3	-2.9
European Union	-2.8	-1.9	-4.0	-3.3	-3.0	-2.4	-1.7
United States	-5.4	-3.4	-7.9	-5.4	-4.8	-4.2	-4.9
Japan	-6.2	-5.5	-7.0	-7.6	-5.4	-3.6	-3.4

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.1 General government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.2 Primary general government balance ¹⁾ (percentages of GDP)

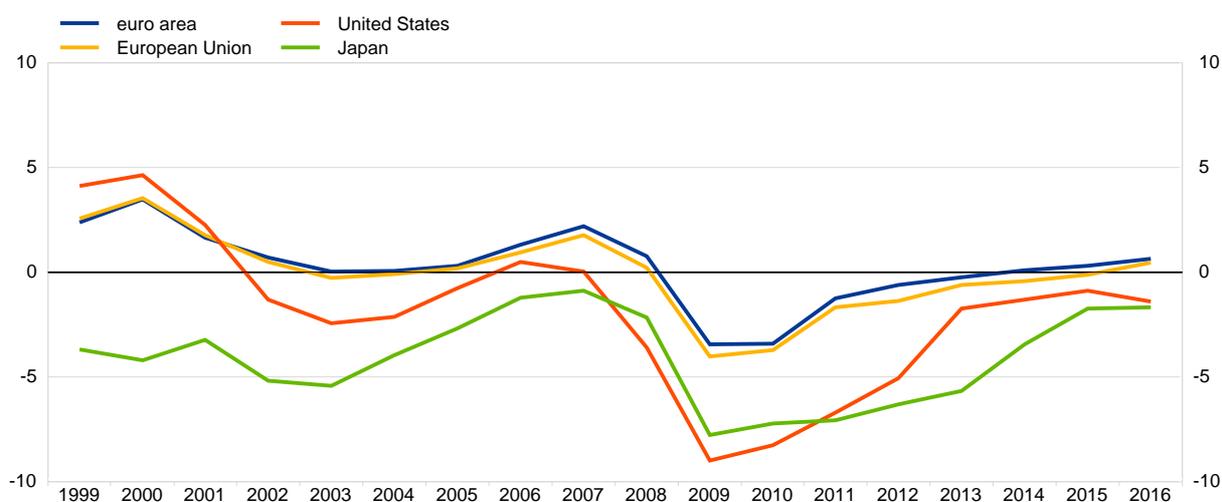
	1999-2016 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.5	4.7	-0.2	0.2	0.2	0.6	0.4
Germany	1.0	0.8	1.2	1.8	2.1	2.2	2.1
Estonia	0.4	0.8	0.0	-0.1	0.8	0.2	-0.2
Ireland	-1.8	2.1	-6.7	-1.8	0.3	0.7	1.6
Greece	-2.3	-1.3	-3.7	-9.1	0.4	-2.1	3.7
Spain	-1.2	2.0	-5.2	-3.5	-2.5	-2.2	-1.7
France	-1.1	0.1	-2.6	-1.9	-1.8	-1.6	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	1.9	1.6	1.5	1.5
Cyprus	-0.3	0.9	-1.8	-1.8	-5.9	1.7	3.0
Latvia	-1.5	-1.2	-1.8	0.5	0.2	0.1	1.1
Lithuania	-1.4	-0.8	-2.3	-0.9	1.0	1.3	1.6
Luxembourg	2.1	2.9	1.0	1.5	1.8	1.7	1.9
Malta	-0.3	-1.1	0.9	0.4	1.0	1.3	3.2
Netherlands	0.5	2.1	-1.6	-0.9	-0.8	-0.8	1.4
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.7	-0.2	1.3	0.5
Portugal	-1.8	-1.4	-2.4	0.0	-2.3	0.2	2.2
Slovenia	-1.8	-0.4	-3.5	-12.1	-2.1	0.3	1.2
Slovakia	-2.5	-2.4	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.5
Finland	2.7	5.8	-1.1	-1.4	-2.0	-1.6	-0.7
Euro area	0.3	1.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	0.6
Bulgaria	1.0	2.9	-1.3	0.4	-4.6	-0.7	0.9
Czech Republic	-1.9	-2.6	-1.2	0.1	-0.6	0.4	1.7
Denmark	2.8	5.0	0.0	0.4	2.5	-0.2	0.7
Croatia	-1.9	-1.8	-2.0	-2.1	-1.7	0.2	2.3
Hungary	-0.5	-1.6	0.8	1.9	1.2	1.5	1.3
Poland	-1.7	-1.2	-2.2	-1.6	-1.6	-0.9	-0.8
Romania	-1.5	-0.7	-2.5	-0.4	0.3	0.9	-1.5
Sweden	2.1	3.5	0.4	-0.6	-0.9	0.6	1.6
United Kingdom	-1.7	0.1	-4.0	-2.6	-2.8	-1.9	-0.5
European Union	0.0	1.1	-1.4	-0.6	-0.4	-0.1	0.4
United States	-1.8	0.1	-4.3	-1.7	-1.3	-0.9	-1.4
Japan	-4.1	-3.3	-5.1	-5.7	-3.5	-1.7	-1.7

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

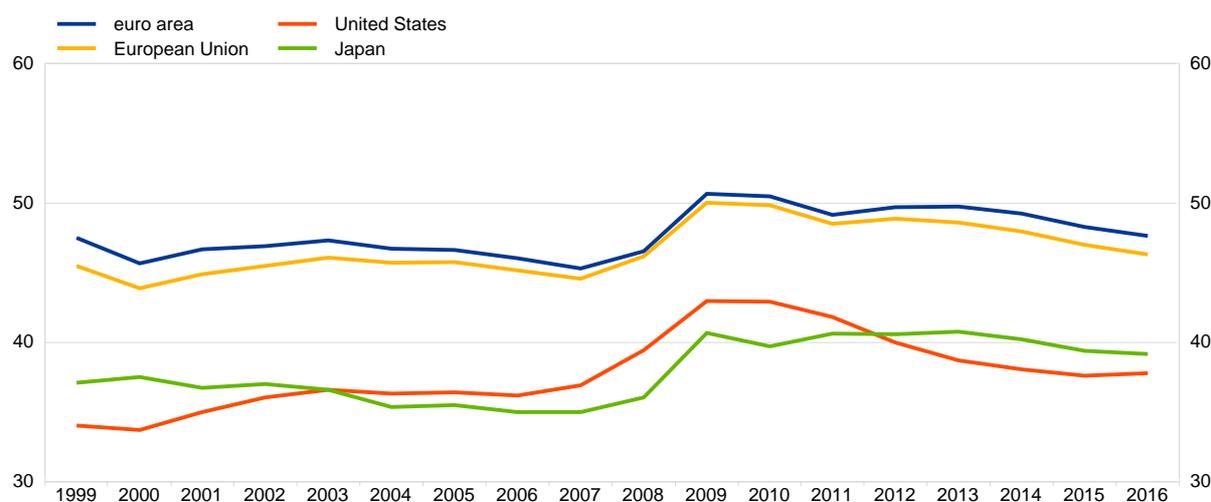
5 Fiscal developments

5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2016 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	51.8	49.6	54.5	55.8	55.2	53.8	53.2
Germany	45.5	45.8	45.1	44.7	44.3	43.9	44.2
Estonia	37.8	35.9	40.1	38.5	38.4	40.2	40.6
Ireland	37.5	34.2	41.8	40.2	37.5	28.8	27.1
Greece	49.9	46.7	54.0	62.2	50.2	53.8	49.7
Spain	41.8	39.0	45.2	45.6	44.8	43.8	42.2
France	54.2	52.3	56.7	57.1	57.1	56.7	56.4
Italy	48.5	47.1	50.3	51.1	50.9	50.2	49.4
Cyprus	39.3	37.2	41.9	41.6	48.2	40.2	38.3
Latvia	37.6	35.8	40.0	37.6	38.2	38.4	37.3
Lithuania	37.0	36.2	38.1	35.5	34.6	34.9	34.2
Luxembourg	41.6	40.5	43.1	43.3	41.8	41.5	42.1
Malta	41.6	42.1	40.9	42.0	41.3	40.1	37.1
Netherlands	44.6	43.2	46.4	46.3	46.2	44.9	43.4
Austria	51.4	51.1	51.8	51.6	52.3	51.0	50.7
Portugal	46.8	44.6	49.4	49.9	51.8	48.2	45.0
Slovenia	47.2	45.1	49.7	59.5	49.6	47.7	45.1
Slovakia	42.0	41.9	42.2	41.4	42.0	45.2	41.5
Finland	51.9	48.6	56.1	57.5	58.1	56.9	55.8
Euro area	47.8	46.5	49.4	49.8	49.2	48.3	47.6
Bulgaria	37.9	38.3	37.4	37.6	42.1	40.7	35.0
Czech Republic	42.7	42.7	42.6	42.6	42.2	41.7	39.4
Denmark	53.8	52.1	55.9	55.8	55.3	54.8	53.5
Croatia	46.9	46.0	47.6	47.7	48.0	47.6	47.2
Hungary	49.1	49.1	49.1	49.3	49.5	50.2	46.7
Poland	43.8	44.3	43.2	42.6	42.3	41.6	41.2
Romania	36.5	36.0	37.2	35.4	34.9	35.7	34.0
Sweden	51.8	52.6	50.9	52.0	51.1	49.6	49.5
United Kingdom	41.7	39.2	44.8	44.2	43.2	42.4	41.5
European Union	46.7	45.3	48.4	48.6	48.0	47.0	46.3
United States	37.8	36.1	40.0	38.7	38.1	37.6	37.8
Japan	38.0	36.2	40.2	40.8	40.2	39.4	39.2

Sources: ESCB and OECD.
1) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.3 General government expenditure
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

5 Fiscal developments

5.4 General government debt 1) (percentages of GDP)

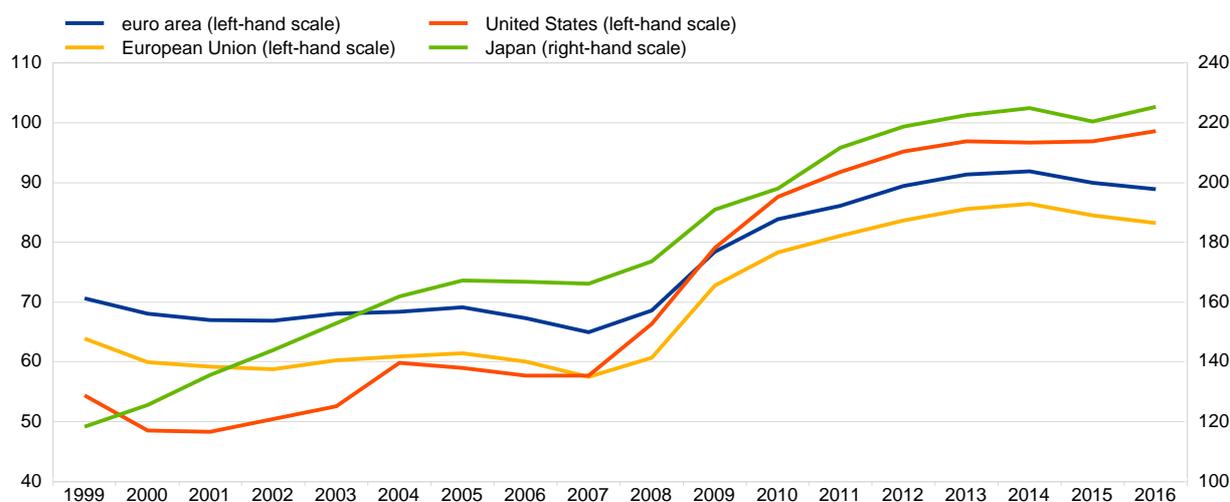
	1999-2016 2)	1999-2008 2)	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	101.6	99.8	103.8	105.5	106.8	106.0	105.7
Germany	68.3	62.6	75.4	77.4	74.6	70.9	68.1
Estonia	6.6	5.0	8.7	10.2	10.7	10.0	9.4
Ireland	59.6	32.2	93.9	119.4	104.5	76.9	72.8
Greece	131.4	104.7	164.8	177.4	179.0	176.8	180.8
Spain	63.1	47.3	82.8	95.5	100.4	99.4	99.0
France	74.8	63.1	89.4	92.4	95.0	95.8	96.5
Italy	112.3	102.9	124.0	129.0	131.8	131.5	132.0
Cyprus	69.6	57.3	85.0	102.6	107.5	107.5	107.1
Latvia	25.0	12.6	40.4	38.9	40.8	36.8	40.5
Lithuania	27.7	19.6	37.9	38.8	40.5	42.6	40.1
Luxembourg	13.6	7.9	20.7	23.7	22.7	22.0	20.8
Malta	65.1	65.2	65.0	68.4	63.8	58.7	56.2
Netherlands	55.8	49.8	63.3	67.8	68.0	64.6	61.8
Austria	73.4	66.4	82.3	81.0	83.8	84.3	83.6
Portugal	85.8	60.8	117.0	129.0	130.6	128.8	130.1
Slovenia	41.0	25.3	60.6	70.4	80.3	82.6	78.5
Slovakia	43.3	39.4	48.2	54.7	53.5	52.3	51.8
Finland	46.3	39.8	54.3	56.5	60.2	63.6	63.1
Euro area	76.6	67.9	87.5	91.3	91.8	89.9	88.9
Bulgaria	32.2	42.0	20.0	17.0	27.0	26.0	29.0
Czech Republic	31.6	24.9	39.9	44.9	42.2	40.0	36.8
Denmark	42.5	42.7	42.4	44.0	44.0	39.5	37.7
Croatia	56.7	38.9	72.3	81.7	85.8	85.4	82.9
Hungary	67.2	59.5	76.8	76.0	75.2	74.7	73.9
Poland	47.4	43.1	52.7	55.7	50.2	51.1	54.1
Romania	25.9	18.8	34.7	37.8	39.4	37.9	37.6
Sweden	45.1	48.4	41.1	40.8	45.5	44.2	42.2
United Kingdom	58.2	39.3	81.9	85.6	87.4	88.2	88.3
European Union	69.9	60.3	82.0	85.6	86.5	84.5	83.2
United States	72.1	55.5	92.8	96.9	96.7	96.9	98.6
Japan	179.1	151.2	214.1	222.5	225.0	220.5	225.3

Sources: ESCB and OECD.

1) Gross debt (includes currency, deposits, debt securities and loans). The data are consolidated between the sub-sectors of general government, except for Japan.

2) Data for Croatia available since 2002.

Chart 5.4 General government debt
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

Abreviaturas

Países

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

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.

Otras

ABE	Autoridad Bancaria Europea	IFM	Institución financiera monetaria
ABSPP	Programa de compras de bonos de titulización de activos	IMD	Importe máximo distribuible
AES	Autoridades Europeas de Supervisión	IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
ANC	Autoridad nacional competente	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
APP	Programa de compra de activos	JPY	Yen japonés
BCBS	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea	Líbor	Tipo de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres
BCE	Banco Central Europeo	LTV	Ratio préstamo-valor de la garantía
BCN	Banco central nacional	MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
BIRD	Diccionario de información integrada de las entidades de crédito	MEEF	Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera
BVAR	(Modelo de) vectores autorregresivos bayesianos	MPDB	Base de datos de carácter macroprudencial
CBPP3	Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	MREL	Requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles
CPMI	Comité de Infraestructuras del Mercado y Pagos	MTC II	Mecanismo de tipos de cambio II
CSDB	Base de datos centralizada de valores	MTFA	Mecanismo de ayuda financiera a medio plazo
CSPP	Programa de compras de bonos corporativos	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
DCV	Depositario central de valores	NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
DLT	Tecnología de registros distribuidos	NPL	Préstamo dudoso
DSTI	Ratio carga financiera-renta	NTE	Normas técnicas de ejecución
ECC	Entidad de contrapartida central	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
ECMS	Sistema de gestión de activos de garantía del Eurosistema	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
ECON	Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios	OIF	Otras instituciones financieras
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	PDE	Procedimiento de déficit excesivo
EMIR	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado	PDM	Procedimiento de desequilibrio macroeconómico
EMMI	Instituto Europeo de Mercados Monetarios	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día	PESF	Programa de Evaluación del Sector Financiero
ERF	Marco europeo de información	PIB	Producto interior bruto
ESFP	Empresas de seguros y fondos de pensiones	PPA	Paridad del poder adquisitivo
EUR	Euro	PSD	Directiva sobre Servicios de Pago
Euríbor	Tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro	PSP	Proveedor de servicios de pago
FEEF	Facilidad Europea de Estabilización Financiera	PSPP	Programa de compras de valores públicos
FMI	Fondo Monetario Internacional	Pymes	Pequeñas y medianas empresas
G-20	Grupo de los Veinte	Repo	Cesión temporal
GBP	Libra esterlina	RFA	Acuerdo regional de financiación
GFSN	Red de seguridad financiera global	RIAD	Base de Datos del Registro de Instituciones y Filiales
HFCN	Red sobre la situación financiera y el consumo de los hogares	SAFE	Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	SCT Inst	Esquema de transferencias SEPA inmediatas
IBAN	Código internacional de cuenta bancaria	SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
		SEE	Sistema Estadístico Europeo
		SEGD	Sistema europeo de garantía de depósitos

SEPA	Zona Única de Pagos en Euros	TARGET	
SESF	Sistema Europeo de Supervisión Financiera	TLAC	Capacidad total de absorción de pérdidas
SGRE	Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema	TLTRO	Operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico
SHSDB	Base de datos de carteras de valores negociables	TRIM	Revisión específica de modelos internos
SIPS	Sistema de pago de importancia sistémica	UE	Unión Europea
SLBTR	Sistema de liquidación bruta en tiempo real	UEM	Unión Económica y Monetaria
SLV	Sistema de liquidación de valores	UMC	Unión de los mercados de capitales
SNF	Sociedad no financiera	USD	Dólar estadounidense
SPE	Entidad de propósito especial	WDN	Red de investigación sobre dinámica salarial
T2S	TARGET2-Securities		
TIC	Tecnologías de la información y las comunicaciones		
TIPS	Servicio de liquidación de pagos inmediatos de		

Símbolos utilizados en los cuadros

«-» Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable

«.» Dato no disponible por el momento

© Banco Central Europeo, 2018

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono +49 69 1344 0
Sitio web www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España y el Banco Central Europeo. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La recepción de datos para elaborar este informe se cerró el 16 de febrero de 2018 y la de los datos estadísticos incluidos en la sección estadística el 16 de marzo de 2018.

ISSN	1725-2873 (html)	DOI	10.2866/381608 (html)
ISSN	1725-2873 (pdf)	DOI	10.2866/80751 (pdf)
ISBN	978-92-899-3056-7 (html)	Número de catálogo UE	QB-AA-18-001-ES-Q (html)
ISBN	978-92-899-3075-8 (pdf)	Número de catálogo UE	QB-AA-18-001-ES-N (pdf)