

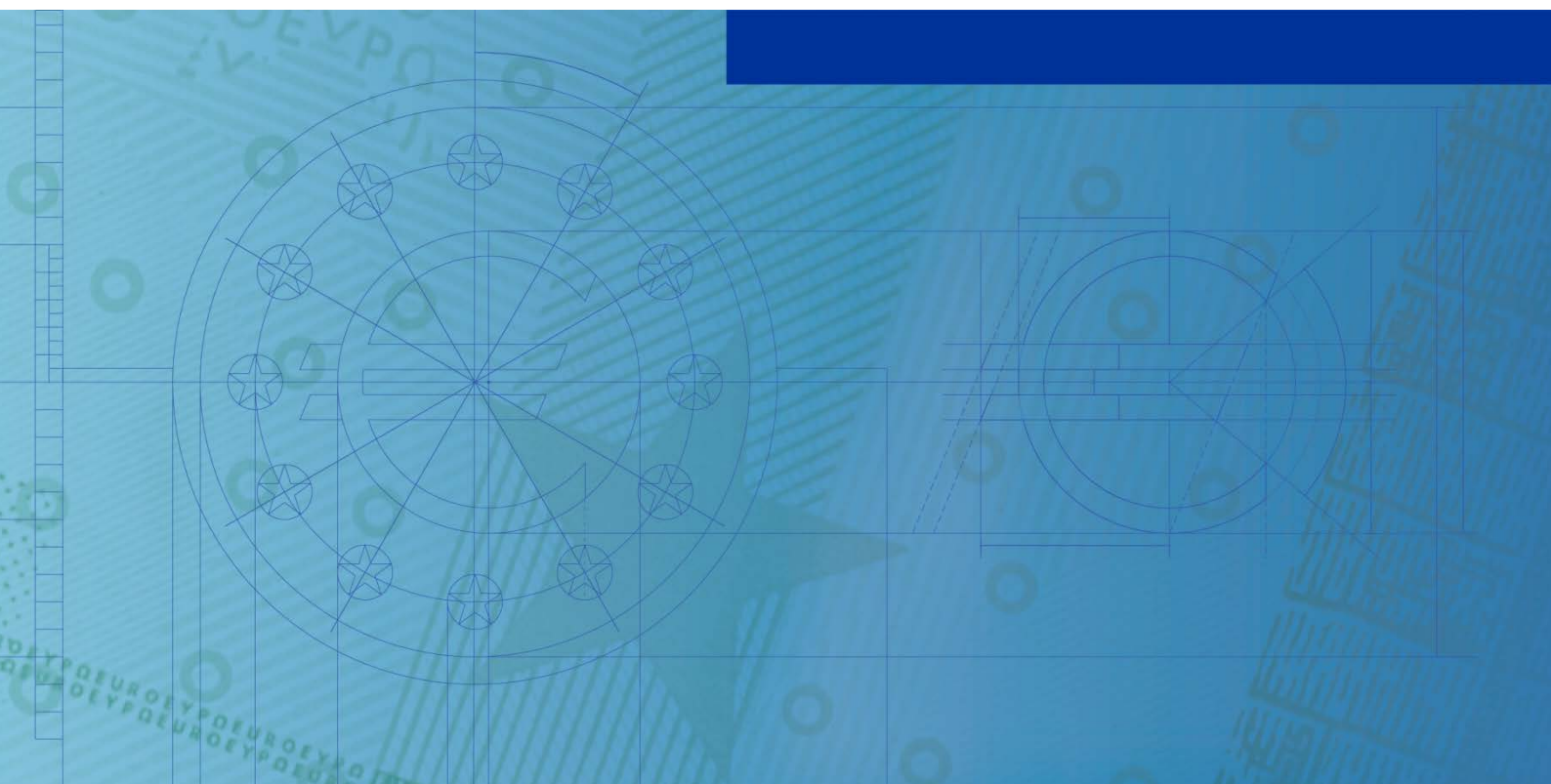


**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA

# Informe Anual

2016



# Índice

<b>Prólogo</b>	<b>4</b>
<b>La economía de la zona del euro, la política monetaria del BCE y el sector financiero europeo en 2016</b>	<b>6</b>
<b>1 La economía de la zona del euro</b>	<b>6</b>
1.1 Entorno macroeconómico mundial	6
1.2 Evolución financiera	12
<b>Recuadro 1</b> El impacto de los bajos tipos de interés en las entidades de crédito y en la estabilidad financiera	18
1.3 Una recuperación generalizada	20
<b>Recuadro 2</b> Factores que sostienen la recuperación actual	23
1.4 Evolución de precios y costes	27
<b>Recuadro 3</b> Tendencias de la inflación subyacente: el papel de la dinámica salarial	32
1.5 Evolución monetaria y crediticia	35
1.6 Política fiscal y reformas estructurales	38
<b>Recuadro 4</b> Prioridades de reforma del entorno empresarial y de los mercados de productos en la zona del euro	45
<b>2 Medidas de política monetaria para apoyar la recuperación de la zona del euro y un aumento de la inflación</b>	<b>48</b>
2.1 Necesidad de nuevas medidas de política monetaria en 2016	48
<b>Recuadro 5</b> El impacto distributivo de la política monetaria	53
2.2 La transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras y económicas	58
<b>Recuadro 6</b> Tamaño y composición del balance del Eurosistema	63
<b>3 El sector financiero europeo: mejora de la capacidad de resistencia en un entorno de baja rentabilidad</b>	<b>66</b>
3.1 Riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero de la zona del euro	66

	<b>Recuadro 7</b> Diversidad de modelos de negocio de las entidades de crédito y ajuste al entorno de bajos tipos de interés	70
3.2	La función macroprudencial del BCE	73
3.3	La función microprudencial del BCE	76
3.4	Contribución del BCE a las iniciativas en materia de regulación	77
	<b>Recuadro 8</b> Préstamos dudosos en la zona del euro	80
	<b>Otras tareas y actividades</b>	<b>84</b>
<b>1</b>	<b>Infraestructura de mercado y pagos</b>	<b>84</b>
1.1	Consolidación de TARGET2 y T2S	84
1.2	Servicios de liquidación para dar soporte a los pagos inmediatos	85
1.3	La futura infraestructura de mercado del Eurosistema y la tecnología de registros distribuidos	86
1.4	Una infraestructura de los mercados financieros segura	86
<b>2</b>	<b>Servicios financieros a otras instituciones</b>	<b>87</b>
2.1	Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo	87
2.2	Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema	88
<b>3</b>	<b>Billetes y monedas</b>	<b>88</b>
3.1	Circulación de billetes y monedas	88
3.2	El nuevo billete de 50 euros	90
3.3	Falsificación de billetes en euros	91
<b>4</b>	<b>Estadísticas</b>	<b>91</b>
4.1	Novedades y mejoras en las estadísticas de la zona del euro	92
4.2	Otras innovaciones estadísticas	93
<b>5</b>	<b>Investigación económica</b>	<b>94</b>
5.1	Áreas prioritarias y grupos de investigación del BCE	94
5.2	Redes de investigación del Eurosistema/SEBC	95

5.3	Conferencias y publicaciones	96
<b>6</b>	<b>Asuntos jurídicos</b>	<b>97</b>
6.1	Participación del BCE en procedimientos judiciales a nivel de la UE	97
6.2	Dictámenes del BCE y casos de incumplimiento	100
6.3	Aspectos jurídicos relacionados con el Mecanismo Único de Supervisión	103
6.4	Cumplimiento de las prohibiciones relativas a la financiación monetaria y al acceso privilegiado	103
<b>7</b>	<b>Relaciones europeas e internacionales</b>	<b>105</b>
7.1	Relaciones europeas	105
7.2	Relaciones internacionales	108
	<b>Recuadro 9</b> Brexit – implicaciones y perspectivas	111
<b>8</b>	<b>Comunicación externa</b>	<b>112</b>
	<b>Anexos</b>	<b>114</b>
1	Marco institucional	114
2	Comités del Eurosistema/SEBC	124
3	Organización y Recursos humanos	126
	<b>Cuentas Anuales</b>	<b>A1</b>
	<b>Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2016</b>	<b>C1</b>
	<b>Estadísticas (sección disponible solo en inglés)</b>	<b>S1</b>

## Prólogo



El año 2016 fue difícil en muchos aspectos, pero también se observaron signos de mejora. Aunque comenzó sumido en una incertidumbre considerable, terminó con la economía en su nivel más sólido desde el comienzo de la crisis.

Sin embargo, a medida que disminuía la incertidumbre económica, aumentaba la incertidumbre política. Fuimos testigos de una serie de acontecimientos geopolíticos que configuran el entorno de nuestras políticas en los próximos años. En el Informe Anual de este año se explica cómo el BCE navegó en estas aguas turbulentas.

El año 2016 se inició con el temor a una nueva desaceleración mundial, que se reflejó en una pronunciada volatilidad de los mercados financieros. Existía el peligro de que el retorno de la inflación a nuestro objetivo continuara retrasándose y —con la inflación en niveles ya muy bajos— los riesgos de deflación eran significativos. Al igual que en 2015, el Consejo de Gobierno mantuvo su determinación de utilizar todas las herramientas disponibles dentro de su mandato para cumplir su objetivo.

En marzo, introdujimos una serie de nuevas medidas para reforzar nuestro estímulo monetario, entre ellas la reducción adicional de los tipos de interés oficiales, la ampliación del programa de compra de activos de 60 mm a 80 mm de euros mensuales, la adquisición de bonos corporativos por vez primera y la puesta en marcha de nuevas operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

Como explicamos en el Informe, estas medidas han resultado muy eficaces para relajar las condiciones de financiación, contribuyendo a la recuperación y, en definitiva, al ajuste gradual de la inflación hacia niveles más próximos a nuestro objetivo.

En vista de los buenos resultados de nuestra política, en diciembre ampliamos en nueve meses nuestro programa de compra de activos para garantizar un apoyo más prolongado a las condiciones de financiación y asegurar un retorno sostenido de la inflación hacia el 2 %, aunque por debajo de este nivel. No obstante, volvimos a fijar el volumen de compras en su nivel inicial de 60 mm de euros mensuales. Esta decisión se debió al éxito de las medidas adoptadas en meses anteriores, evidenciado por una creciente confianza en la economía de la zona del euro y una desaparición gradual de los riesgos de deflación.

Sin embargo, además de estos beneficios, la política monetaria tuvo, como siempre, efectos colaterales, que en 2016 ocuparon frecuentemente el primer plano. En el Informe de este año abordamos algunos interrogantes y preocupaciones sobre las consecuencias no deseadas de nuestras actuaciones.

Una de ellas tiene que ver con sus efectos distributivos, especialmente en lo que se refiere a la desigualdad. Mostramos que, en el medio plazo, la política monetaria

tiene efectos distributivos positivos que se plasman en la reducción del desempleo, siendo los hogares con menos recursos los más beneficiados. Después de todo, la creación de empleo es uno de los factores más eficaces para reducir la desigualdad.

Otro motivo de preocupación es la rentabilidad de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones. Analizamos cómo ha afectado el entorno de tipos de interés bajos a las entidades financieras y cuál ha sido su respuesta, y demostramos que su capacidad de adaptación depende de sus modelos de negocio específicos.

El Informe también aborda otros desafíos que afrontó el sector financiero en 2016. En particular, examinamos el problema de los préstamos dudosos, qué medidas son necesarias para resolverlo y qué obstáculos persisten. Asimismo, tratamos específicamente la cuestión de las nuevas tecnologías y la innovación en el sector financiero, cómo podrían afectar a su estructura y funcionamiento, y cuáles son las implicaciones para los supervisores y los reguladores.

El resumen de 2016 no estaría completo sin mencionar los sismos políticos que se registraron durante el ejercicio, en particular, la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea. Por ello, el Informe analiza el Brexit desde la perspectiva del BCE. Destacamos, sobre todo, la importancia de preservar la integridad del mercado único, y la homogeneidad de las normas y de su aplicación.

La incertidumbre política probablemente persistirá en 2017, pero estamos convencidos de que nuestras medidas de política monetaria seguirán impulsando la recuperación económica. Las actuaciones del BCE obedecen a un mandato claro: el mantenimiento de la estabilidad de precios. Este principio guio con éxito nuestras acciones en 2016 y continuará haciéndolo durante el próximo año.

Fráncfort del Meno, abril de 2017

Mario Draghi  
Presidente

# La economía de la zona del euro, la política monetaria del BCE y el sector financiero europeo en 2016

## 1 La economía de la zona del euro

### 1.1 Entorno macroeconómico mundial

En 2016, la economía de la zona del euro tuvo que hacer frente a un entorno exterior complejo. El crecimiento fue modesto, en términos históricos, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, registrándose episodios de aumento de la incertidumbre y máximos transitorios de la volatilidad en los mercados financieros, especialmente después del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE celebrado en junio y de las elecciones presidenciales en Estados Unidos en noviembre. La inflación mundial fue moderada, debido a la disminución gradual del impacto de los anteriores descensos de los precios del petróleo y a una capacidad productiva sin utilizar todavía abundante a escala global.

#### El crecimiento económico mundial continuó siendo modesto

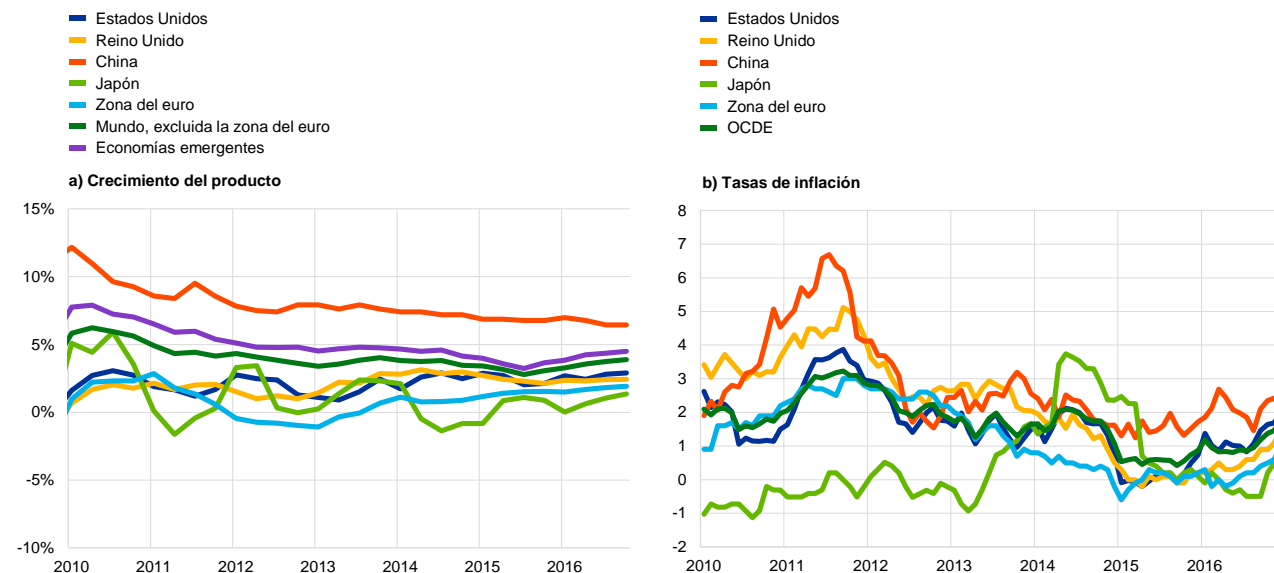
La economía mundial continuó recuperándose gradualmente en 2016, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del año anterior, como consecuencia de la desaceleración observada en las economías avanzadas. La actividad económica solo cobró impulso en el segundo semestre del año, especialmente en las economías emergentes. En conjunto, el crecimiento del PIB mundial se mantuvo por debajo de las tasas registradas antes de la crisis (véase gráfico 1).

El año 2016 estuvo marcado por varios acontecimientos políticos importantes que ensombrecieron las perspectivas económicas mundiales. En junio, el resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido generó incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de ese país, aunque el impacto económico y financiero inmediato resultó ser transitorio y moderado. En los meses finales del año, el resultado de las elecciones en Estados Unidos hizo que se modificaran las expectativas sobre las políticas futuras de la nueva Administración, lo que dio lugar a otro episodio de intensificación de la incertidumbre política.

## Gráfico 1

### Principales indicadores de algunas economías

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



Fuentes: Eurostat y datos nacionales.

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

Las economías avanzadas continuaron creciendo, aunque a un ritmo inferior al del año anterior. La actividad económica se vio respaldada por unas condiciones de financiación todavía acomodaticias y por la mejora de los mercados de trabajo. El crecimiento de las economías emergentes también fue moderado para el conjunto del año, con una mejora significativa de las perspectivas en el segundo semestre. Dos factores tuvieron especial incidencia: la continuada desaceleración gradual de la economía china y la progresiva moderación de las profundas recesiones en importantes economías exportadoras de materias primas. Con todo, el crecimiento siguió viéndose frenado por las tensiones geopolíticas, el excesivo apalancamiento, la vulnerabilidad a reversiones de los flujos de capital y, en el caso de los países exportadores de materias primas, el lento ajuste derivado de la reducción de los ingresos.

El crecimiento del comercio mundial fue débil en 2016, ya que las importaciones mundiales en términos reales aumentaron solo un 1,7 % en tasa interanual, tras registrar un avance del 2,1 % el año anterior. Se dispone de evidencia de que determinados factores estructurales que impulsaron el comercio en el pasado —como la disminución de los costes de transporte, la liberalización del comercio, la expansión de las cadenas globales de valor y el desarrollo financiero— no respaldarán el comercio en la misma medida a medio plazo. En consecuencia, las probabilidades de que el crecimiento del comercio mundial supere al de la actividad económica en un futuro próximo son escasas.

Las condiciones de financiación a escala mundial se mantuvieron favorables durante el año. La orientación de la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas siguió siendo acomodaticia, y el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el BCE continuaron con sus políticas monetarias



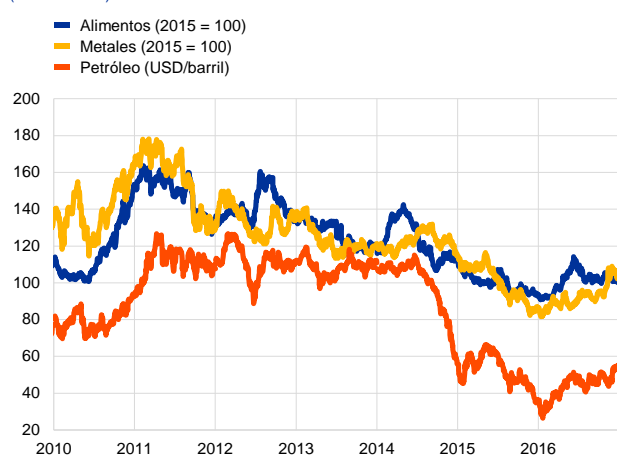
expansivas. En Estados Unidos, la Reserva Federal reanudó la normalización de la política monetaria con una subida de 25 puntos básicos del rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales en diciembre de 2016. En general, los mercados financieros mostraron capacidad de resistencia, pese a que se observaron episodios de aumento de la incertidumbre provocados por los acontecimientos políticos. Hacia finales de año, los rendimientos de los bonos a largo plazo de Estados Unidos registraron un acusado incremento. Aún no está claro si este incremento refleja mayores expectativas de crecimiento y de inflación, o más bien un repunte de las primas por plazo de los bonos a largo plazo de este país. La mayoría de las economías emergentes se beneficiaron de una mejora de las condiciones de financiación externa hasta la celebración de las elecciones estadounidenses en noviembre. No obstante, después de las elecciones, el anterior aumento de los flujos de capital hacia estas economías empezó a revertir, registrándose incrementos de los diferenciales de deuda pública y una intensificación de las presiones sobre las monedas de varios países.

## La abundante capacidad productiva sin utilizar continuó afectando a la inflación mundial

En 2016, la inflación mundial siguió estando influida por los bajos precios del petróleo y por una capacidad productiva sin utilizar todavía abundante (véase gráfico 2). En los países de la OCDE, la inflación interanual aumentó gradualmente hacia finales de año y se situó en el 1,1 % para 2016 en su conjunto, frente al 0,6 % de 2015. En esos países, la inflación subyacente interanual (excluidos la energía y los alimentos) se incrementó ligeramente, hasta el 1,8 % (véase gráfico 1).

**Gráfico 2**  
Precios de las materias primas

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Hamburg Institute of International Economics.

Los precios del petróleo se recuperaron con respecto al mínimo de 33 dólares estadounidenses por barril registrado a finales de enero de 2016, hasta situarse en 55 dólares por barril a finales de diciembre. La reducción de las inversiones por parte de empresas petroleras estadounidenses y un aumento repentino de las perturbaciones de oferta de crudo a escala mundial durante el primer semestre del año impulsaron al alza los precios<sup>1</sup>. Hacia finales de año, los precios del petróleo se vieron considerablemente afectados por la estrategia de oferta de la OPEP. Tras la decisión adoptada el 30 de noviembre por los países miembros de esta organización de recortar la producción (en 1,2 millones de barriles diarios) en el primer semestre de 2017, el precio del Brent se incrementó. La evolución al alza también se debió al acuerdo para reducir adicionalmente la producción (en 0,6 millones de

<sup>1</sup> Para más información, véase el sitio web [US Energy Information Administration](http://www.eia.doe.gov).

barriles diarios) alcanzado el 10 de diciembre entre productores de la OPEP y varios productores no pertenecientes a esta organización.

Los precios de las materias primas no energéticas se recuperaron en 2016. No obstante, mostraron una evolución opuesta en los sectores agroalimentario y de metales. En la primera parte del año, los precios de las materias primas agrícolas subieron por los efectos de las condiciones meteorológicas y durante el verano descendieron como consecuencia de las buenas cosechas de trigo y cereales. Los precios de los metales se mantuvieron en niveles bajos en los primeros meses del año, ya que China anunció la adopción de políticas medioambientales para restringir su consumo. A medida que las perspectivas de demanda futura mejoraron como resultado de la posibilidad de nuevas inversiones en infraestructuras en China y en Estados Unidos, los precios de los metales repuntaron en cierta medida.

En conjunto, la lenta desaparición de las brechas de producción en las economías avanzadas, la moderada disminución de la abundante capacidad productiva sin utilizar en varias economías emergentes y la desaparición de los efectos de las anteriores caídas de los precios del petróleo y de otras materias primas presionaron ligeramente al alza la inflación mundial en el segundo semestre de 2016.

## Las principales economías continuaron creciendo

**En Estados Unidos**, la actividad económica experimentó una desaceleración en 2016. Tras registrar una expansión modesta en la primera mitad del año, el crecimiento del PIB real se recuperó en el segundo semestre. El crecimiento estuvo impulsado, principalmente, por el gasto en consumo, por el aumento del empleo y por el fortalecimiento de los balances de los hogares. El lastre derivado del ajuste de existencias y la menor inversión en energía, que redujeron el crecimiento en la primera parte de 2016, disminuyó hacia finales de año, contribuyendo a una mejora de la actividad. En conjunto, el crecimiento del PIB cayó hasta el 1,6 % en 2016, desde el 2,6 % de 2015. El dinamismo subyacente del mercado de trabajo continuó siendo intenso, registrándose un nuevo descenso de la tasa de paro, hasta el 4,7 %, y un repunte del crecimiento de los salarios al final del año. La inflación se mantuvo muy por debajo del objetivo del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal. En conjunto, la inflación interanual medida por los precios de consumo se situó en el 2,1 % en 2016, mientras que la inflación subyacente medida por los precios de consumo (excluidos la energía y los alimentos) se incrementó hasta el 2,2 %.

La política monetaria continuó siendo muy acomodaticia en 2016. En diciembre, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió incrementar en 25 puntos básicos el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales hasta el 0,5 %-0,75 %, una medida ampliamente anticipada por los mercados financieros. La orientación de la política fiscal fue ligeramente expansiva en el ejercicio fiscal de 2016, con un leve aumento del déficit presupuestario, hasta el 3,2 % del PIB, como consecuencia del mayor gasto relacionado con los costes de la asistencia sanitaria y del incremento de los pagos netos por intereses.

**Japón** registró un sólido crecimiento en 2016, favorecido por la orientación acomodaticia de las políticas monetaria y fiscal, la mejora de las condiciones financieras y un mercado de trabajo dinámico. En promedio, el crecimiento del PIB real se desaceleró ligeramente en 2016, hasta el 1 %, frente al 1,2 % del año anterior. La tasa de paro descendió hasta situarse en el 3,1 %, pero el crecimiento de los salarios se mantuvo moderado. La inflación interanual medida por los precios de consumo (IPC) se situó en terreno negativo en 2016, en el -0,1 %, debido principalmente a la caída de los precios mundiales de las materias primas y a la mayor fortaleza del yen. El indicador de la inflación subyacente más utilizado por el Banco de Japón, el IPC excluidos los alimentos frescos y la energía, retrocedió ligeramente con respecto a 2015, situándose en el 0,6 % en 2016. En septiembre, el Banco de Japón introdujo medidas de expansión monetaria cuantitativas y cualitativas con control de la curva de rendimientos. Asimismo, se comprometió a ampliar la base monetaria hasta que la tasa de inflación observada supere el objetivo de estabilidad de precios y permanezca por encima de ese nivel de manera estable.

**En el Reino Unido**, la economía mantuvo su vigor pese a la incertidumbre asociada al resultado del referéndum sobre la pertenencia del país a la UE. De acuerdo con estimaciones preliminares, el PIB real avanzó un 2 % en 2016, sustentado principalmente por la fortaleza del consumo privado<sup>2</sup>. En los mercados financieros, la reacción más destacable al resultado del referéndum fue una fuerte depreciación de la libra esterlina. La inflación repuntó desde niveles muy bajos. La orientación de la política monetaria siguió siendo acomodaticia en 2016. En agosto, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra recortó en 25 puntos básicos, hasta el 0,25 %, el principal tipo de interés oficial, amplió su programa de compra de activos y puso en marcha el programa *Term Funding Scheme*, con el fin de favorecer la transmisión de los tipos de interés a la economía. En noviembre, el Gobierno anunció un nuevo mandato fiscal y políticas con objetivos específicos, en particular en las áreas de inversión en vivienda e infraestructuras, con el fin de prestar apoyo a la economía durante la fase de transición.

**En China**, el crecimiento se estabilizó en 2016, sustentado por la fortaleza del consumo y del gasto en infraestructuras. El crecimiento interanual del PIB se situó en el 6,7 % en 2016, frente al 6,9 % del año anterior. La inversión en manufacturas siguió siendo débil, pero la inversión inmobiliaria repuntó ligeramente. La demanda de importaciones se recuperó con respecto al mínimo de 2015, aunque se mantuvo por debajo de los niveles registrados en el pasado. La relativa debilidad de la demanda exterior lastró las exportaciones, lo que a su vez afectó negativamente a las importaciones a través del comercio de procesamiento. La inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta situarse en el 2 %, mientras que la inflación interanual de los precios de producción, que lleva en terreno negativo desde marzo de 2012, se incrementó hasta el -1,4 %.

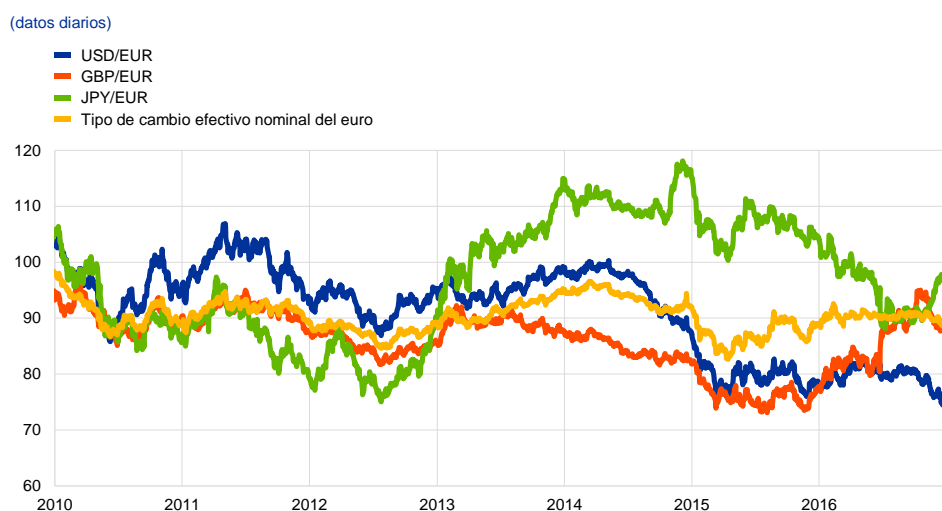
---

<sup>2</sup> Véase también el recuadro titulado «Evolución económica tras el referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2016.

## El tipo de cambio efectivo del euro se mantuvo prácticamente estable

En 2016, el tipo de cambio del euro se mantuvo prácticamente estable en términos efectivos nominales (véase gráfico 3). No obstante, bilateralmente, la moneda única registró fluctuaciones frente a algunas de las principales monedas restantes. El euro se mantuvo muy estable frente al dólar estadounidense durante la mayor parte de 2016, ya que los rendimientos básicamente no variaron en la zona del euro ni en Estados Unidos, pero hacia finales de año descendió. La depreciación que experimentó el euro frente al yen japonés se vio parcialmente compensada por su apreciación frente a la libra esterlina.

**Gráfico 3**  
Tipo de cambio del euro



Fuente: BCE.

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

La corona danesa es la única moneda europea que actualmente participa en el mecanismo europeo de tipos de cambio II (MTC II). La moneda danesa cotizó próxima a su paridad central en el MTC II, al tiempo que el Danmarks Nationalbank incrementó el tipo de interés oficial en enero de 2016 y, en términos netos, compró moneda extranjera con coronas danesas durante el año. El Česká národní banka continuó adquiriendo moneda extranjera en línea con su compromiso de intervenir en los mercados de divisas para evitar que la corona checa se apreciara por encima de un nivel determinado. Del mismo modo, 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. La leva búlgara mantuvo el tipo de cambio fijo frente al euro. La moneda única también permaneció básicamente estable frente al franco suizo, el forinto húngaro y el leu rumano, mientras que se apreció frente a la corona sueca y, en menor medida, frente al esloti polaco.

## 1.2 Evolución financiera

En 2016, la orientación más acomodaticia de la política monetaria del BCE siguió influyendo, en gran medida, en los mercados financieros de la zona del euro, contribuyendo a un descenso gradual de los rendimientos de la deuda pública de la zona en los tres primeros trimestres del año. Sin embargo, como resultado de la influencia de factores globales, hacia finales de 2016 los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro recuperaron parte de la caída registrada en meses anteriores. Los tipos de interés del mercado monetario y el coste de la financiación externa de las sociedades no financieras continuaron disminuyendo hasta mínimos históricos. Las sociedades no financieras y los hogares experimentaron nuevas mejoras en sus condiciones de financiación.

### Los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro se redujeron

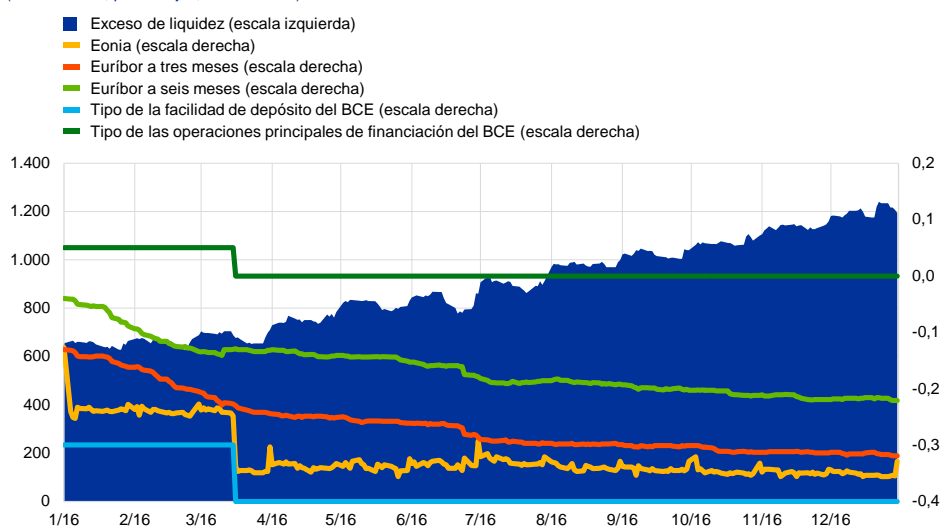
Los tipos de interés del mercado monetario siguieron descendiendo en 2016, debido, principalmente, a una relajación adicional de la política monetaria del BCE.

Las medidas de expansión adoptadas se explican más detenidamente en la sección 2.1. El recorte del tipo de interés de la facilidad de depósitos se transmitió rápida e íntegramente al eonia, que posteriormente se estabilizó en torno a -35 puntos básicos (véase gráfico 4). En consonancia con su patrón histórico, el eonia se incrementó temporalmente al final de cada mes, pero estos incrementos fueron menos pronunciados que los registrados a principios de 2015, antes de que empezase a aumentar drásticamente el exceso de liquidez con la puesta en marcha del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés).

#### Gráfico 4

##### Tipos de interés del mercado monetario y exceso de liquidez

(mm de euros; porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 30 de diciembre de 2016.

Los tipos euríbor a tres y a seis meses cayeron a niveles cada vez más negativos. Esta disminución de los tipos euríbor respondió a la relajación adicional de la política monetaria, observándose un ligero aumento de las presiones a la baja derivadas de la tendencia al alza del exceso de liquidez. El incremento del exceso de liquidez en más de 500 mm de euros a lo largo del año se debió, principalmente, a las compras realizadas en el marco del APP y, en menor medida, a la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-II). El exceso de liquidez alcanzó los 1.200 mm de euros al final del año (véase gráfico 4).

En el mercado monetario con garantías, los tipos repo también siguieron descendiendo, como resultado de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, de la holgada situación de liquidez y de la búsqueda de activos de garantía de alta calidad. Los tipos repo correspondientes a los activos de garantía emitidos por algunos países de la zona del euro se situaron por debajo del nivel del tipo de la facilidad de depósito durante la mayor parte del año, debido a la demanda de activos de garantía muy líquidos.

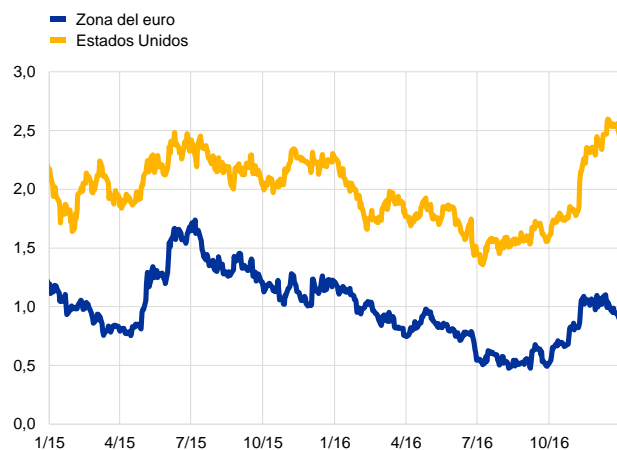
Los tipos *forward* del mercado monetario de la zona del euro tocaron fondo tras el referéndum del Reino Unido sobre su pertenencia a la UE celebrado a finales de junio en un entorno de mayores expectativas del mercado sobre una relajación adicional de la política monetaria del BCE. Sin embargo, estos tipos se incrementaron al final del año cuando disminuyeron las expectativas del mercado de que se produjeran nuevos recortes de los tipos oficiales y se acentuó la pendiente de la curva de tipos *forward* del eonia. El aumento de la pendiente, junto con un incremento de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro, reflejó la evolución de los rendimientos a largo plazo a escala mundial, que fueron más elevados en Estados Unidos.

## Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro aumentaron hacia finales de año

### Gráfico 5

#### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters 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 30 de diciembre de 2016.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro fueron, en general, más bajos en 2016 que en 2015, como consecuencia del apoyo continuo de las compras de deuda pública de la zona del euro efectuadas por el BCE y de otras medidas de política monetaria. Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, los rendimientos fueron objeto de un ajuste significativo debido a la evolución mundial (véase gráfico 5). La mayor incertidumbre con respecto a las perspectivas de crecimiento mundial a principios de año dio lugar a un fuerte descenso de los tipos de interés sin riesgo. El resultado del referéndum del Reino Unido redujo los rendimientos aún más antes de que unas perspectivas mundiales más optimistas y el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos se tradujeran en un incremento de los rendimientos en la zona del euro y en Estados Unidos. En conjunto, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la

zona del euro se redujo alrededor de 30 puntos básicos en 2016 y se situó en torno al 0,9 % al final del año. La evolución de los diferenciales de deuda pública dentro de la zona del euro se mantuvo relativamente contenida, aunque mostró cierta heterogeneidad entre países.

## Los precios de las acciones de la zona del euro permanecieron prácticamente invariables tras registrar descensos transitorios

### Gráfico 6

#### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2016 = 100; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Para la zona del euro se muestra el índice EURO STOXX y para Estados Unidos, el S&P 500. Los índices están normalizados a 100 a 1 de enero de 2016. La última observación corresponde al 30 de diciembre de 2016.

El año 2016 comenzó con un retroceso significativo de los mercados mundiales de renta variable dado que la evolución observada en China suscitaba dudas sobre el crecimiento mundial (véase gráfico 6). A medida que se disiparon las dudas, estos mercados volvieron, en torno a abril, a los niveles de principios del año. En el período en torno al referéndum del Reino Unido se observó un patrón similar, cuando la caída acusada registrada en los días posteriores al referéndum se revirtió en los meses siguientes. En la segunda mitad del año, el mercado de renta variable de la zona del euro experimentó una subida considerable al mejorar las perspectivas. Pese a los movimientos relativamente pronunciados observados durante el año, el mercado de renta variable de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación y el índice EURO STOXX amplió aumentó aproximadamente un 1 %. El ligero incremento del índice general ocultó una caída de los valores bancarios, que se vieron afectados negativamente,

entre otros factores, por el volumen de préstamos dudosos de los bancos y por la persistencia de una baja rentabilidad.

En Estados Unidos, los valores de renta variable mostraron un patrón similar a lo largo del año, pero, en general, su comportamiento fue mejor y registraron una subida próxima al 10 % en 2016. En diciembre de 2016, los principales índices bursátiles de Estados Unidos alcanzaron un nuevo máximo histórico.

## El coste de la financiación externa de las sociedades no financieras fue más bajo

Las medidas de política monetaria adoptadas en 2016 se transmitieron también al coste total de la financiación externa de las sociedades no financieras en términos nominales, que alcanzó un mínimo histórico en el verano de 2016 (véase gráfico 7). En particular, los tipos de interés negativos de la facilidad de depósito y las nuevas operaciones TLTRO-II anunciadas en marzo contribuyeron a reducir aún más el coste de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras. La introducción del programa de compras de bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro, junto con los demás elementos del APP, situó el coste de los valores de renta fija en niveles significativamente inferiores a los registrados el año anterior y también por debajo de los tipos de interés del crédito bancario. Sin embargo, dado que la prima de riesgo de las acciones siguió siendo elevada, el coste de las acciones disminuyó solo ligeramente en 2016. El tono muy

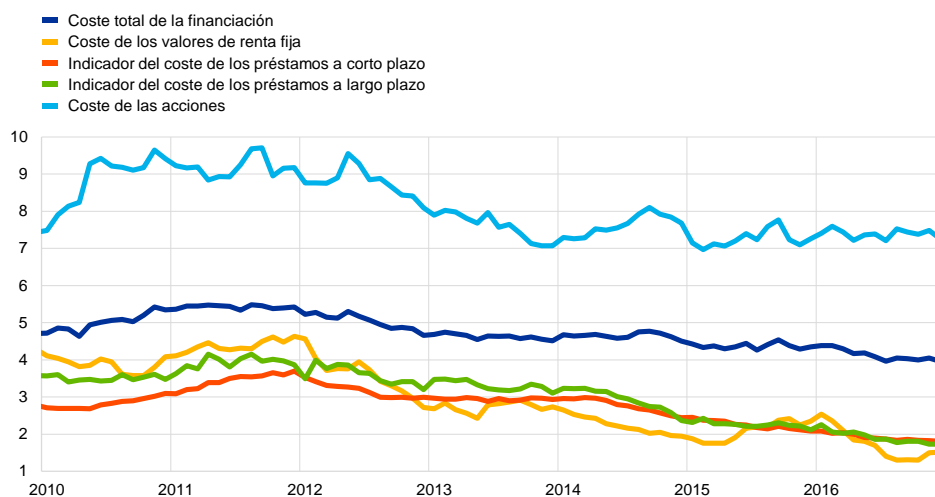


acomodaticio de la política monetaria contribuyó a reducir el coste de la financiación externa, así como la heterogeneidad de los costes de la financiación externa entre los distintos países de la zona del euro y entre empresas de diferentes tamaños.

### Gráfico 7

#### Coste total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro en términos nominales

(porcentajes; medias móviles de tres meses)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos obtenidos de las cuentas de la zona del euro. El coste de las acciones se mide mediante un modelo de descuento de dividendos de tres etapas utilizando información del índice bursátil no financiero de Datastream. La última observación corresponde a diciembre de 2016.

### Los flujos de financiación externa se estabilizaron en 2016

En los tres primeros trimestres de 2016, los flujos de financiación externa de las sociedades no financieras se estabilizaron en un nivel próximo a la media registrada en 2015 (véase gráfico 8). Desde una perspectiva de largo plazo, la recuperación de estos flujos de financiación desde los mínimos alcanzados en el primer trimestre de 2014 sigue estando respaldada por: i) el nuevo descenso de los costes de financiación; ii) la relajación de las restricciones crediticias; iii) la expansión sostenida de la actividad económica; iv) el aumento de las fusiones y adquisiciones. Asimismo, la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE también ha contribuido a crear condiciones favorables para el acceso de las sociedades no financieras a la financiación de mercado. Concretamente, la ampliación del APP en junio de 2016 para incluir bonos corporativos favoreció la emisión de valores representativos de deuda durante el año. Gracias a la mejora de las condiciones crediticias<sup>3</sup> y a los tipos de interés más bajos, estas sociedades aumentaron ligeramente su recurso a la financiación bancaria, mientras que los préstamos de entidades distintas de IFM y del resto del mundo disminuyeron

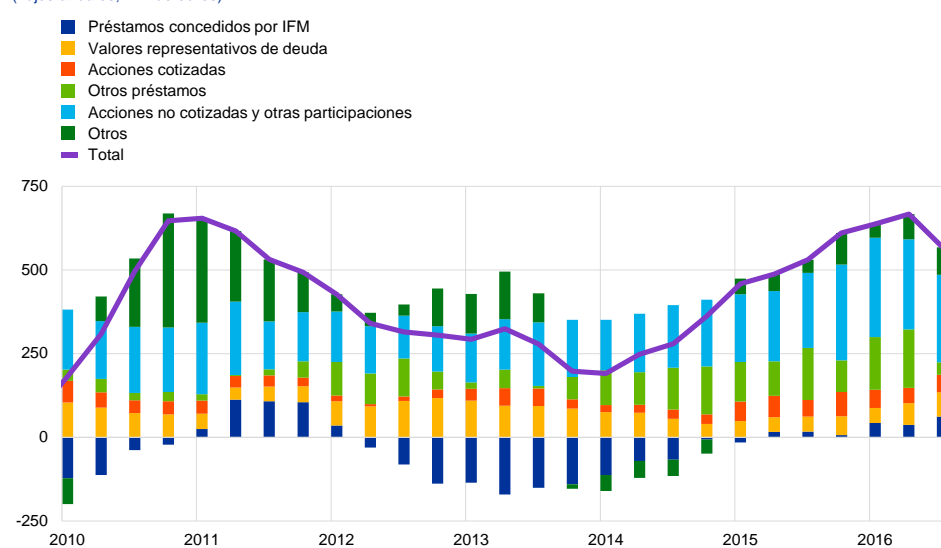
<sup>3</sup> Para más información sobre la relajación de las condiciones de concesión de préstamos de las entidades de crédito, véase también la sección 1.5 del capítulo 1, en la que se presentan los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

significativamente a lo largo del año. Las acciones no cotizadas y otras participaciones siguieron siendo el componente principal de los flujos de financiación externa de las sociedades no financieras, respaldado por los elevados beneficios no distribuidos. La emisión de acciones cotizadas se vio limitada por el coste relativamente alto del capital. Además, la mejora general del acceso de estas sociedades a la financiación externa frenó la dinámica de los préstamos entre empresas relacionadas y del crédito comercial.

### Gráfico 8

#### 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 (otros intermediarios financieros, 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» es la diferencia entre el total y los instrumentos incluidos en el gráfico. También incluye préstamos entre empresas relacionadas y crédito comercial. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016.

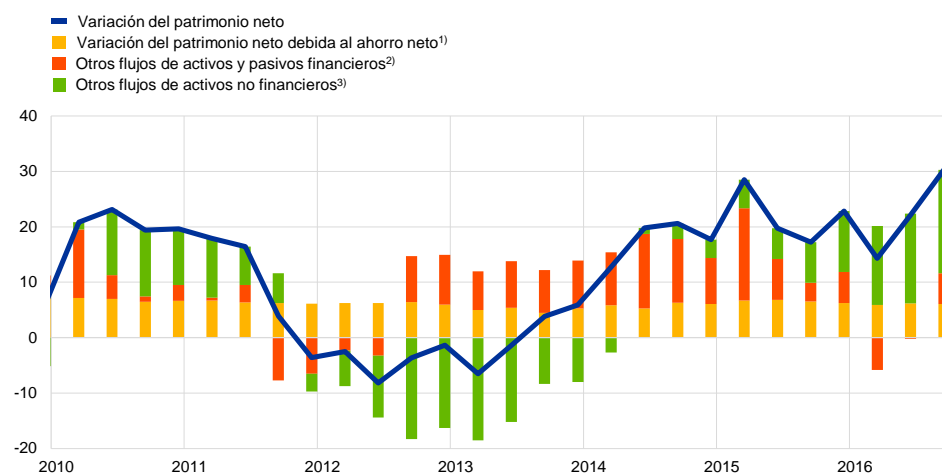
### El crecimiento de la riqueza neta de los hogares se aceleró

En los tres primeros trimestres de 2016, la riqueza neta de los hogares siguió creciendo a un ritmo cada vez mayor (véase gráfico 9). En particular, los continuos aumentos de los precios de la vivienda se tradujeron en significativas ganancias de capital en los activos inmobiliarios de los hogares. La subida de los precios de las acciones en 2016 dio lugar a incrementos del valor de los activos financieros de los hogares, y su contribución al crecimiento de la riqueza neta fue positiva.

## Gráfico 9

### Variación de la riqueza neta de los hogares

(flujos anuales; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos sobre activos no financieros son estimaciones del BCE. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2016.

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

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

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

El coste de financiación de los hogares de la zona del euro alcanzó un mínimo histórico, pero continuó variando entre países y plazos de vencimiento de los préstamos, y el coste de los préstamos a largo plazo disminuyó más que el de los préstamos a corto plazo. La financiación bancaria del sector hogares siguió recuperándose en 2016.

## Recuadro 1

### El impacto de los bajos tipos de interés en las entidades de crédito y en la estabilidad financiera

Los bajos tipos de interés observados a lo largo de 2016 fueron consecuencia de factores tanto internacionales como específicos de la zona del euro. Algunos de estos factores eran de carácter duradero y estaban relacionados con cambios estructurales, como las tendencias demográficas actuales o el menor crecimiento de la productividad, mientras que otros guardaban relación con el desapalancamiento que siguió a la crisis financiera y con el exceso de ahorro planificado con respecto al gasto en inversión y en consumo previsto. Uno de los factores fue la política monetaria acomodaticia del BCE con el objetivo primordial de preservar la estabilidad de precios.

Respaldao el crecimiento nominal de la zona del euro, la política monetaria del BCE va encaminada a lograr este objetivo que, finalmente, debería traducirse en un aumento de los tipos de interés a medida que se afiance la recuperación.

La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro aporta evidencia justificativa de que el programa de compra de activos del BCE, sus operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito contribuyeron a

que las condiciones del crédito fueran más favorables en 2016, lo que generó un repunte de los préstamos<sup>4</sup>. Junto con estos elementos positivos, el entorno de bajos tipos de interés también ejerció presión sobre las instituciones financieras<sup>5</sup>. El BCE, junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, identificó los riesgos para las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones que están relacionados con la sostenibilidad de sus modelos de negocio y con la asunción de riesgos. Puede ser necesario contener algunos de estos riesgos mediante medidas macro y microprudenciales específicas<sup>6</sup>.

Si los tipos de interés son bajos durante un período prolongado, especialmente si van acompañados de un crecimiento económico débil, pueden ejercer presión sobre la rentabilidad y la solvencia de aquellas entidades que garantizan rendimientos a largo plazo. Fuera del sistema bancario, los bajos tipos de interés podrían hacer inviables los productos tradicionales con rentabilidades garantizadas de las empresas de seguros y los fondos de pensiones. La evidencia muestra que los sectores de seguros y de pensiones ya están pasando de modelos de negocio de rentabilidades garantizadas a modelos de productos vinculados a fondos de inversión (*unit-linked*), con el fin de reducir los pasivos garantizados a largo plazo. Como consecuencia, el sector financiero está ofreciendo menos garantías de rentabilidad a más largo plazo. Además, el entorno de bajos tipos de interés también puede contribuir a la caída de los ingresos netos por intereses de las entidades de crédito, especialmente a través de la compresión de los márgenes de intermediación, ya que los tipos aplicados a los depósitos pueden verse restringidos por un límite inferior efectivo, y reducir la rentabilidad. Aunque el margen de intermediación es la principal fuente de ingresos de la mayoría de las entidades de crédito, existen otros factores que también configuran su rentabilidad, como los ingresos por comisiones o la eficiencia relativa de los costes entre las distintas entidades de crédito.

En un intento por recuperar los márgenes de beneficio, las instituciones financieras han recurrido a fuentes de ingresos alternativas y están ajustando progresivamente sus modelos de negocio. La relación entre los ingresos por comisiones y los ingresos totales es inferior en el caso de las entidades especializadas en financiación y mayor en el caso de los bancos que ofrecen servicios de custodia<sup>7</sup>. En particular, la evidencia reciente sugiere que algunas entidades de crédito han incrementado las actividades generadoras de comisiones. Una fuente de ingresos importante para los prestamistas en los últimos años han sido las comisiones por amortización anticipada y la renegociación de hipotecas. Los prestatarios han aprovechado los tipos de interés a largo plazo cada vez más bajos, especialmente en aquellos países donde prevalecen las hipotecas a tipo fijo. Es probable que los ingresos en concepto de comisiones por amortización anticipada y por renegociación desempeñen un papel menos importante en el futuro dado que estas comisiones solo se generan una vez, en el momento de la renegociación. Por tanto, los bancos han de continuar ajustando sus modelos de negocio y la eficiencia de sus costes para seguir siendo rentables. De hecho, las entidades de crédito también han considerado medidas de reducción de costes tales como reestructuraciones, reducciones de plantilla, cierres de sucursales y la

---

<sup>4</sup> Véase [The euro area bank lending survey](#), BCE, octubre de 2016.

<sup>5</sup> Se ha observado que las medidas de política monetaria no convencionales solo han tenido un impacto limitado en la rentabilidad bancaria; véase [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2016, recuadro 4.

<sup>6</sup> Véase el informe titulado [Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system](#), Junta Europea de Riesgo Sistémico, noviembre de 2016.

<sup>7</sup> Véase C. Kok, H. Mirza, C. Móré y C. Pancaro, «Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income», [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2016, Special Feature C.

digitalización de los procesos, pero los avances para mejorar la eficiencia de costes continúan siendo desiguales entre países y entidades<sup>8</sup>.

La caída de los ingresos por intereses en el entorno de bajos tipos de interés y los limitados avances en la mejora de la rentabilidad aumentan la posible asunción generalizada de riesgos por parte de las instituciones financieras, especialmente aquellas en las que el margen de intermediación ha sido la principal fuente de ingresos en el pasado. Las inversiones en las categorías de activos de mayor riesgo o en activos con vencimientos a más largo plazo pueden implicar el riesgo de una mayor exposición a instrumentos financieros ilíquidos, lo que expone a las instituciones financieras a mayores riesgos de reevaluación e incrementa el riesgo de contagio.

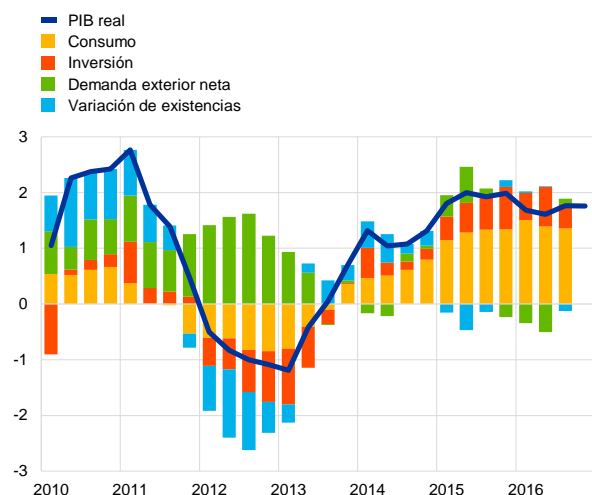
El BCE, en su función de supervisor bancario y autoridad macroprudencial, está vigilando atentamente los ajustes de los modelos de negocio por parte de las instituciones financieras, dado el mandato de garantizar la estabilidad financiera en los países sujetos a la supervisión bancaria europea. En este contexto, el BCE puede adoptar medidas supervisoras y aplicar políticas macroprudenciales para el sector bancario con el fin de asegurar la estabilidad financiera, que sigue siendo una condición indispensable para que la recuperación económica sea estable al quedar contenidos los riesgos sistémicos.

### 1.3 Una recuperación generalizada

#### Gráfico 10

#### PIB real de la zona del euro

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El crecimiento interanual del PIB correspondiente al cuarto trimestre de 2016 es una estimación preliminar de avance.

La recuperación económica de la zona del euro impulsada por la demanda interna que se inició a comienzos de 2013 continuó en 2016. Si se consideran los factores determinantes de la actividad económica, parece que el actual dinamismo del crecimiento está adquiriendo mayor solidez (véase el recuadro 2 para más información). Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro se ha visto frenada por el incremento todavía débil de la demanda exterior en un entorno de mayor incertidumbre a escala global. Como resultado, la tasa media de crecimiento interanual se situó en el 1,7 % en 2016 (véase gráfico 10), solo ligeramente por debajo de la tasa del 2 % registrada en 2015, que estuvo impulsada por un avance del PIB especialmente acusado en Irlanda. El consumo privado aumentó a una tasa similar a la de 2015, impulsado de nuevo por el incremento de la renta disponible, mientras que la inversión creció a un ritmo algo más lento que en el año anterior, pese a la

recuperación observada en el sector de la construcción. Asimismo, el consumo público creció a una tasa más elevada que en 2016, contribuyendo de forma

<sup>8</sup> Véase [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2016, sección 3.

positiva al crecimiento económico (véase la sección 1.6 del capítulo 1). La recuperación económica fue relativamente generalizada en todos los países de la zona del euro.

## La economía de la zona del euro continuó creciendo

La orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE siguió transmitiéndose a la economía real y respaldó la demanda interna. La mejora de la rentabilidad empresarial y unas condiciones de financiación muy favorables continuaron propiciando una recuperación de la inversión. Además, el aumento sostenido del empleo, favorecido también por anteriores reformas estructurales, siguió apoyando la recuperación. El nivel de los precios del petróleo, todavía relativamente bajo, dio un impulso adicional al crecimiento en 2016. Mientras tanto, el endeudamiento de los sectores público y privado, que se mantuvo en niveles elevados en algunos países, y las necesidades de desapalancamiento asociadas contuvieron la demanda interna. Por otra parte, los lentos avances observados en la aplicación de reformas estructurales continuaron representando un lastre para el crecimiento.

El consumo privado de la zona del euro se fortaleció adicionalmente en 2016, con una tasa media de crecimiento interanual próxima al 2 %, prácticamente similar a la del año anterior. Los principales factores determinantes del avance del consumo privado fueron los bajos precios del petróleo, especialmente a principios de año, y las mejoras en los mercados de trabajo de la zona del euro, así como el consiguiente incremento de las rentas del trabajo. A este respecto, el aumento del número de empleos, superior al crecimiento de los salarios, fue el principal factor que contribuyó al crecimiento total de las rentas del trabajo en términos nominales en 2016. Los bajos tipos de interés siguieron sosteniendo el consumo privado, dado que el endeudamiento se abarató y el ahorro era menos rentable. Además, aunque los ingresos netos por intereses de los hogares de la zona del euro disminuyeron marginalmente en 2016, los tipos de interés más bajos redistribuyeron fundamentalmente los recursos de los ahorradores netos a los prestatarios netos, que suelen mostrar una mayor propensión al consumo que los ahorradores netos<sup>9</sup>.

Las medidas de política monetaria aplicadas por el BCE en los últimos años, incluido el programa de compras de bonos corporativos anunciado en marzo de 2016, han estimulado la demanda y, por tanto, favorecido la inversión. Como resultado, la inversión siguió contribuyendo significativamente al crecimiento en 2016, reflejando asimismo mejoras de los beneficios empresariales, menores restricciones de demanda y una creciente utilización de la capacidad productiva. Además, las medidas de política monetaria han fomentado la confianza empresarial, han reducido los pagos netos por intereses de las empresas y han relajado las condiciones de financiación, también para las pequeñas y medianas

<sup>9</sup> Véase T. Jappelli y L. Pistaferri, «Fiscal policy and MPC heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n.º. 4, 2014, pp. 107-136.

empresas, fortaleciendo con ello aún más la inversión empresarial. La inversión en material de transporte contribuyó especialmente a la recuperación de la inversión empresarial. No obstante, algunos factores pueden haber influido en las actividades de inversión de las empresas, como el prolongado descenso de las expectativas de crecimiento a largo plazo en la zona del euro, los ajustes en curso en los balances de las empresas relacionados con su elevado endeudamiento, y la mayor debilidad del comercio mundial.

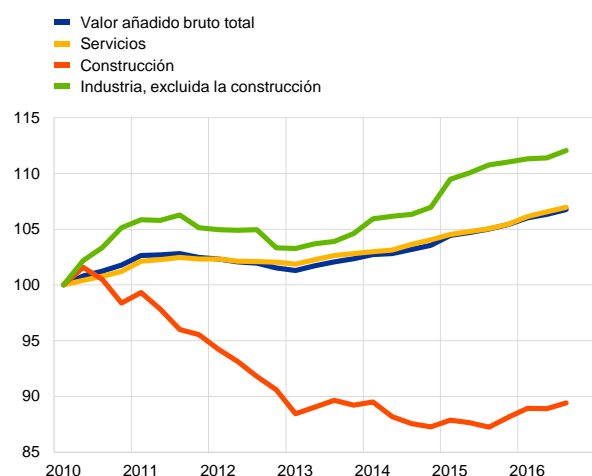
La inversión en construcción también mejoró, aunque partía de niveles reducidos, al tiempo que los mercados de la vivienda de la zona del euro se recuperaron. Esto último fue reflejo de un aumento de la demanda que, a su vez, se debió al crecimiento de la renta real, a unos tipos hipotecarios y unas condiciones de concesión de crédito favorables como resultado de las medidas de política monetaria, y a los incentivos fiscales en algunos países. Por otra parte, los rendimientos obtenidos por los hogares en inversiones alternativas siguieron siendo reducidos, lo que incentivó aún más la inversión residencial. La recuperación del mercado de la vivienda fue generalizada en todos los países de la zona del euro.

El dinamismo del crecimiento económico siguió viéndose frenado por la debilidad del entorno exterior en 2016, que compensó con creces el impacto de los efectos retardados derivados de la considerable depreciación del euro registrada en 2014-2015 (véase la sección 1.1. del capítulo 1). Las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos, Asia (excluida China) y las economías emergentes se mantuvieron contenidas en 2016. Al mismo tiempo, los socios comerciales de Europa y China resistieron este entorno adverso y contribuyeron de forma creciente a las exportaciones de la zona del euro. El comercio dentro de la zona se fortaleció en 2016 y reflejó el dinamismo subyacente de la demanda interna.

### Gráfico 11

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

(índice: I TR 2010 = 100)



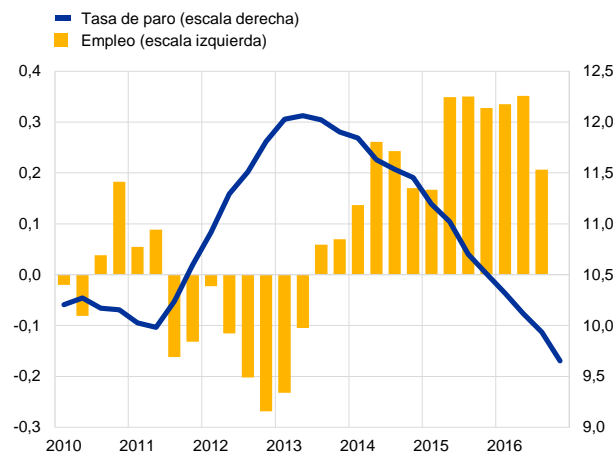
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento del producto fue generalizado en 2016 (véase gráfico 11). El valor añadido bruto total, que en el segundo trimestre de 2015 superó el máximo alcanzado antes de la crisis —en el primer trimestre de 2008—, se incrementó en torno a un 1,7 %, en promedio, en 2016. El crecimiento del valor añadido en la industria (excluida la construcción) se desaceleró hasta un 1,6 %, aproximadamente, en 2016, mientras que en el sector servicios aumentó un 1,8 %, tasa algo superior a la registrada en 2015. Al mismo tiempo, el valor añadido de la construcción, aunque se mantuvo muy por debajo del nivel anterior a la crisis, cobró impulso, incrementándose alrededor de un 2 %, la tasa de crecimiento más elevada registrada desde 2006. Esto confirma la evolución cada vez más favorable del sector de la construcción, tras el prolongado período de contracción o lento crecimiento iniciado en 2008.

## Gráfico 12

### Indicadores del mercado de trabajo

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



Fuente: Eurostat.

## El empleo en la zona del euro siguió mejorando

Los mercados de trabajo siguieron recuperándose en 2016 (véase gráfico 12). En el tercer trimestre de 2016, el número de personas ocupadas en la zona del euro se situó un 1,2 % por encima del nivel observado en el mismo trimestre de 2015, o más de un 3 % por encima del último mínimo cíclico registrado en el segundo trimestre de 2013. Sin embargo, el empleo se situó en torno a un 0,5 % por debajo del máximo observado antes de la crisis en el primer trimestre de 2008. Por sectores, el empleo creció principalmente en los servicios y, en menor medida, en la industria, excluida la construcción, mientras que en la construcción se mantuvo prácticamente estable.

En los tres primeros trimestres de 2016, el total de horas trabajadas aumentó a un ritmo similar al del empleo. El crecimiento medio interanual de la productividad por persona ocupada siguió siendo bajo, en torno al 0,4 % al trimestre durante los tres primeros trimestres de 2016, frente a un incremento interanual del 1 % en 2015 (que, sin embargo, se vio impulsado por la revisión del PIB en Irlanda).

La tasa de paro continuó cayendo en 2016 y se situó en el 9,6 % en diciembre, la tasa más baja observada desde mediados de 2009. El descenso del desempleo, que comenzó en la segunda mitad de 2013, ha sido generalizado en ambos sexos y en los distintos grupos de edad. En 2016 en su conjunto, la tasa de paro se situó, en promedio, en el 10 %, frente al 10,9 % de 2015 y al 11,6 % de 2014. No obstante, los indicadores más amplios del grado de holgura del mercado de trabajo se mantuvieron en cotas elevadas.

## Recuadro 2

### Factores que sostienen la recuperación actual

El crecimiento económico de la zona del euro continuó en 2016, pese al elevado grado de incertidumbre a escala mundial. La recuperación del PIB a partir del segundo trimestre de 2013 se ha basado en gran medida en el crecimiento del consumo privado. Los considerables aumentos del empleo propiciaron un ascenso continuo de la renta real disponible, que favoreció tanto el sólido dinamismo del consumo como el desapalancamiento de los hogares. Estos factores implican cierta solidez del ritmo de crecimiento. Además, la generalización de los factores determinantes del crecimiento económico de la zona del euro, estimulado por el tono muy acomodaticio de la política monetaria del BCE, también apunta a la sostenibilidad de la recuperación.

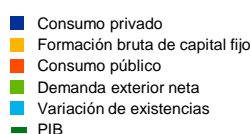


La contribución del consumo explica casi la mitad del crecimiento del PIB de la zona del euro, en términos acumulados, desde el segundo trimestre de 2013 (véase gráfico A, panel izquierdo)<sup>10</sup>, lo que hasta cierto punto puede considerarse normal dado que el consumo es el principal componente del gasto (en torno al 55 % del PIB de la zona del euro). Sin embargo, contrasta claramente con la recuperación del crecimiento del consumo en 2009-2011, período en el que el consumo solo aportó un 11 % al crecimiento acumulado del PIB (véase gráfico A, panel derecho). La recuperación actual ha dependido mucho menos de la demanda exterior neta que la del período anterior, pero también ha demostrado ser más gradual y persistente.

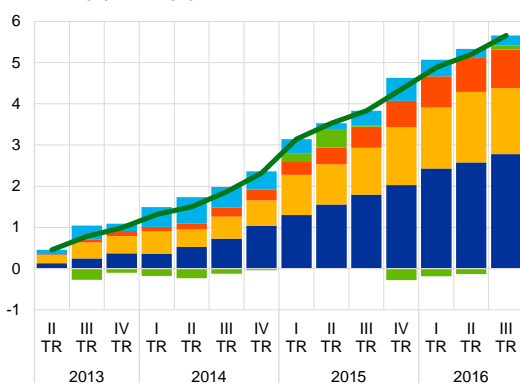
## Gráfico A

### Contribuciones al PIB

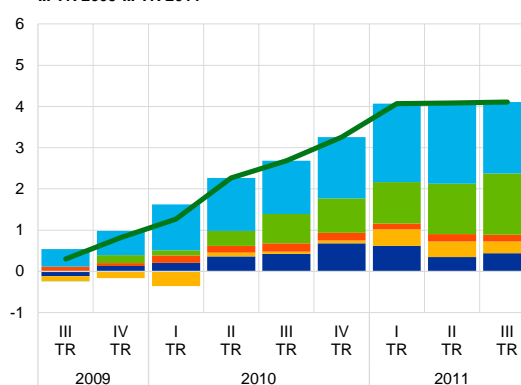
(puntos porcentuales acumulados)



II TR 2013-III TR 2016



III TR 2009-III TR 2011



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Un factor clave de la sostenibilidad de la recuperación actual se refiere a la composición del crecimiento de la renta bruta disponible, que en el actual repunte cíclico difiere significativamente de la correspondiente al período comprendido entre el tercer trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico B). Durante la recuperación actual, el crecimiento de la renta disponible se ha visto respaldado por una creación de empleo relativamente intensa. Por el contrario, en la recuperación anterior, el crecimiento de la renta disponible estuvo determinado casi por completo por el aumento de los salarios, mientras que el empleo realmente se redujo. Además, parte del crecimiento de la renta nominal se ha visto afectado por la inflación, aunque en mucha menor medida que durante la recuperación previa, dado que las caídas de los precios del petróleo desde el segundo semestre de 2014 han supuesto para los hogares unas ganancias extraordinarias en términos de poder adquisitivo real.

<sup>10</sup> La conclusión de que la recuperación actual se basa principalmente en el consumo no está supeditada a la manera en que se determina el papel del consumo en la recuperación. Una medida para determinar este papel utiliza la contribución del consumo al crecimiento total del PIB; otra compara la tasa de crecimiento del consumo con la del PIB. En este recuadro se utiliza la primera medida para que la mayor ciclicidad de la inversión (es decir, su mayor crecimiento en épocas de recuperación) no desdibuje el análisis.

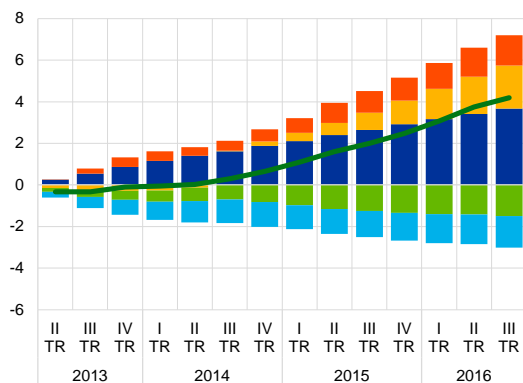
## Gráfico B

### Contribuciones a la renta real disponible

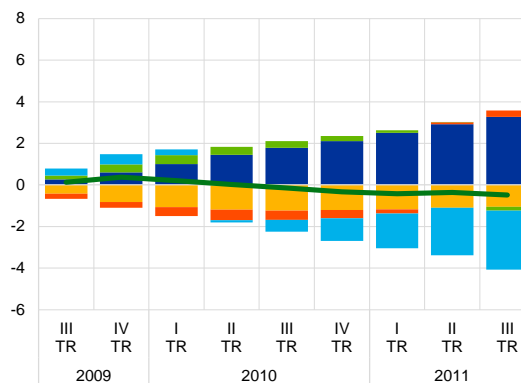
(puntos porcentuales acumulados)

- Remuneración por asalariado
- Ocupados
- Otras rentas
- Impuestos directos
- Deflactor del consumo privado
- Renta bruta disponible en términos reales

II TR 2013-III TR 2016



III TR 2009-III TR 2011



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La teoría económica sugiere que el consumo de los hogares debería reaccionar con más fuerza al crecimiento del empleo que al aumento de los salarios reales, especialmente porque la primera variable es más persistente que la segunda<sup>11</sup>. Un crecimiento del empleo hoy puede, por tanto, indicar un incremento de la renta permanente mayor que un alza salarial similar, lo que ayuda a explicar por qué los consumidores reaccionan con más intensidad a las fluctuaciones en el crecimiento actual del empleo que a las fluctuaciones en el crecimiento actual de los salarios<sup>12</sup>. Además, la evidencia microeconómica sugiere que las personas desocupadas o inactivas tienen una propensión al consumo más elevada que las ocupadas<sup>13</sup>. Los incrementos de las rentas del trabajo agregadas como consecuencia de las fluctuaciones del empleo se concentran, en gran medida, en las personas inactivas o desocupadas, lo que ayuda a explicar por qué, en términos agregados, la respuesta actual del consumo a las fluctuaciones del empleo es más acusada que a las fluctuaciones en el crecimiento de los salarios. La mayor contribución del empleo a la renta real disponible en la recuperación actual es, por tanto, coherente con un mayor crecimiento del consumo.

El descenso de los precios de la energía ha contribuido asimismo al sólido crecimiento del consumo en la recuperación actual. La caída general de los precios del petróleo desde el segundo semestre de 2014 ha supuesto para las familias unas ganancias extraordinarias en términos de su poder adquisitivo real, lo que ha favorecido un crecimiento sostenido del consumo y un aumento moderado de la tasa de ahorro de los hogares. Sin embargo, el apoyo de

<sup>11</sup> Mientras que el crecimiento intertrimestral del empleo está autocorrelacionado muy positivamente (es decir, es persistente), la autocorrelación del crecimiento intertrimestral de los salarios es muy débil. El crecimiento interanual del empleo también es algo más persistente que el crecimiento interanual de los salarios.

<sup>12</sup> J. Campbell, y A. Deaton, «Why is consumption so smooth?», *Review of Economic Studies*, vol. 56, pp. 357-373, 1989.

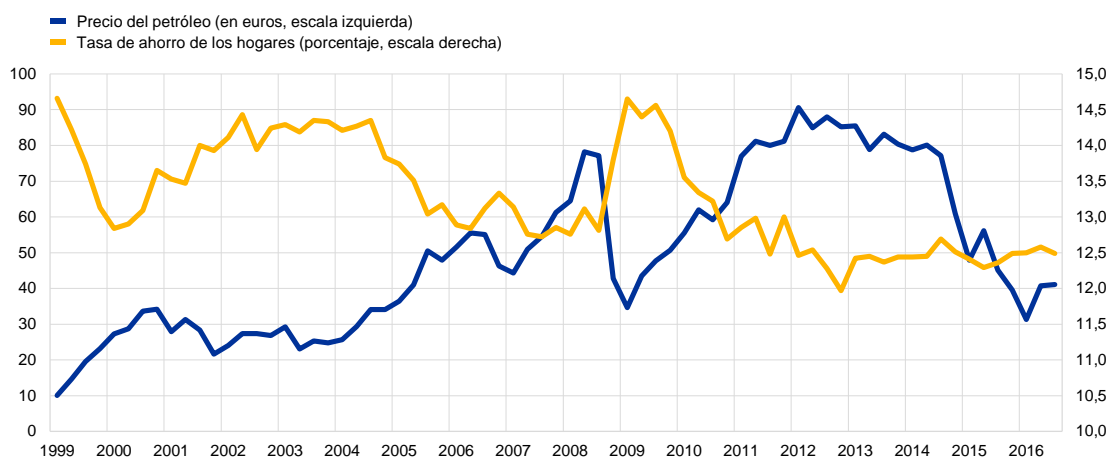
<sup>13</sup> Para más información, véanse, por ejemplo, T. Japelli y L. Pistaferri, «Fiscal policy and MPC heterogeneity», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, 2014, pp. 107-136; J.M. Casado y J.A. Cuenca, «La recuperación del consumo en la UEM», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre de 2015; e *Informe Anual 2015*, Banco de España.

la reducción de los precios del petróleo al crecimiento del consumo está empezando a desaparecer, ya que se han gastado gran parte de dichas ganancias extraordinarias. Normalmente, desde una perspectiva histórica, el consumo reacciona con un desfase a las variaciones de los precios del petróleo. No obstante, recientemente el consumo ha reaccionado a la caída de los precios del petróleo con más rapidez que en episodios anteriores de descensos de dichos precios, como muestra la respuesta relativamente tímida de la tasa de ahorro de los hogares a las ganancias extraordinarias (véase gráfico C).

### Gráfico C

#### Tasa de ahorro y precios del petróleo

(euros y porcentajes)

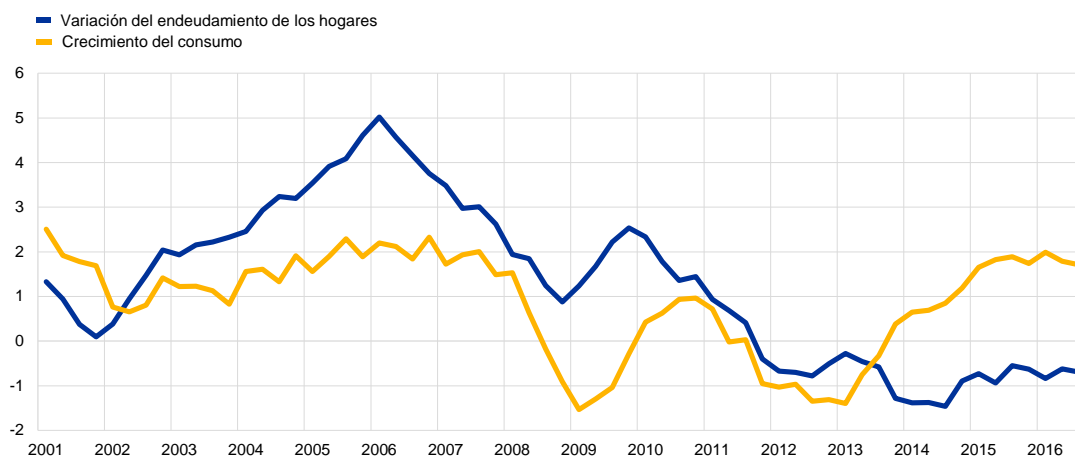


Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico D

#### Endeudamiento y consumo de los hogares

(puntos porcentuales y porcentajes, tasas de variación basadas en datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El endeudamiento de los hogares se define como la ratio de préstamos a los hogares en relación con la renta nominal disponible en términos brutos.

Otro factor que contribuye a la sostenibilidad de la recuperación en curso está relacionado con el hecho de que el crecimiento actual, impulsado por el consumo, no se debe a un aumento del endeudamiento de los hogares (definido como la ratio de préstamos a los hogares en relación con su renta nominal disponible en términos brutos). En contraste con el período anterior a la crisis, el

crecimiento del consumo de la zona del euro ha ido unido a un descenso gradual del endeudamiento de los hogares (véase gráfico D), lo que subraya la sostenibilidad y la resistencia de la recuperación económica basada en el consumo.

Además de estar impulsada principalmente por el consumo, la recuperación económica se está generalizando a medida que el apoyo de la inversión interna, estimulada por la orientación muy acomodaticia de la política monetaria del BCE, se fortalece gradualmente. Casi un tercio del crecimiento del PIB en términos acumulados en el período comprendido entre el segundo trimestre de 2013 y el tercer trimestre de 2016 procedió del dinamismo de la formación bruta de capital fijo.

Al mismo tiempo, el crecimiento de las exportaciones se moderó en 2016, ya que la demanda exterior se mantuvo contenida en un entorno de mayor incertidumbre a escala mundial, mientras que los efectos positivos de la anterior depreciación del euro fueron desapareciendo gradualmente. El apoyo general a la actividad económica procedente de los precios relativamente bajos del petróleo y de la depreciación del euro durante el período 2014-2015 disminuyó en 2016 en el contexto de un tipo de cambio efectivo del euro prácticamente estable. No obstante, dadas las señales de una recuperación mundial ligeramente más intensa, se prevé que las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro cobren impulso en línea con el fortalecimiento de la demanda exterior y que contribuyan con ello a la solidez de la expansión económica.

En general, la sostenibilidad de la recuperación actual se sustenta en el crecimiento de las rentas de los hogares, respaldado por el aumento del empleo, el desapalancamiento en curso en el sector hogares y la generalización de los factores determinantes del crecimiento económico.

---

## 1.4 Evolución de precios y costes

En 2016, el perfil de la inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), reflejó principalmente la influencia de los precios de la energía. Esta influencia explicó los tipos de interés bajos o incluso negativos registrados en los primeros meses de 2016, pero también la posterior tendencia al alza a medida que disminuyeron las contribuciones negativas de la energía. La inflación subyacente, medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no mostró señales de una tendencia al alza y osciló entre el 0,7 % y el 1 % durante el año.

### La inflación general se vio impulsada, fundamentalmente, por los precios de la energía

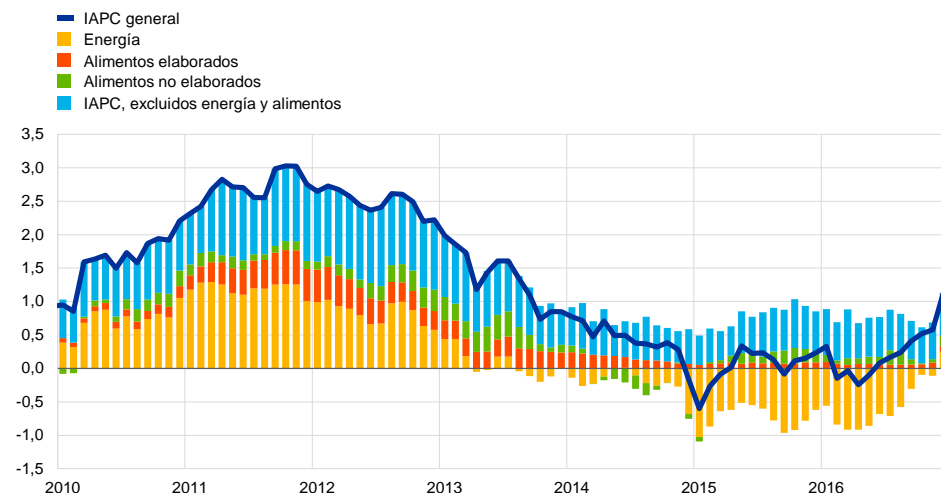
En 2016, la inflación medida por el IAPC general de la zona del euro se situó, en promedio, en el 0,2 %, frente al 0 % de 2015. El perfil de la inflación medida por el IAPC estuvo determinado, principalmente, por la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 13). La inflación general fue negativa en primavera, pero aumentó gradualmente a partir de entonces. En diciembre se había

incrementado en más de 1,25 puntos porcentuales con respecto al mínimo registrado en abril.

### Gráfico 13

#### Inflación medida por el IAPC y contribuciones por componentes

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



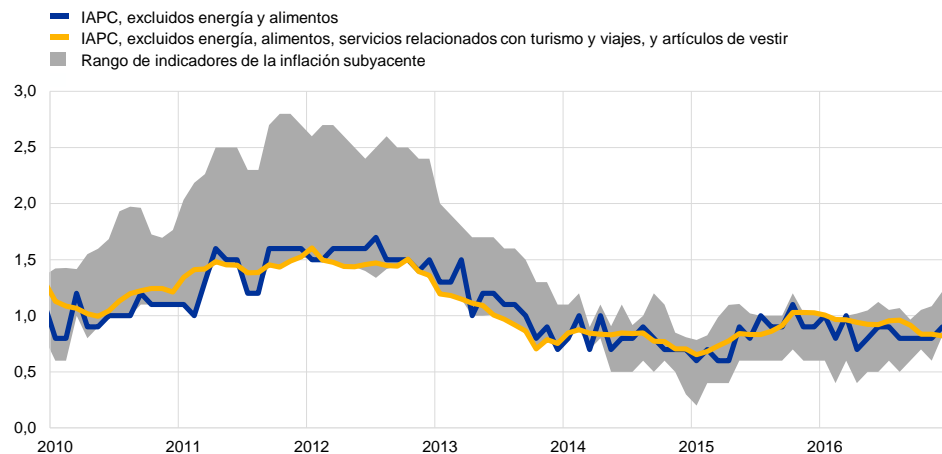
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En cambio, otros indicadores de la inflación subyacente no mostraron signos claros de una tendencia al alza (véase gráfico 14). La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fluctuó entre el 0,7 % y el 1 % durante 2016. La ausencia de un impulso al alza en la inflación subyacente se debió, en parte, a los efectos indirectos a la baja derivados de las acusadas caídas registradas anteriormente en los precios del petróleo y de otras materias primas, que se materializan con un cierto desfase. Cabe destacar que las presiones internas de costes —especialmente, las generadas por el crecimiento de los salarios— se mantuvieron también contenidas (para más información, véase el recuadro 3).

## Gráfico 14

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el rango de indicadores de la inflación subyacente se han considerado los siguientes: IAPC, excluida la energía; IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía; IAPC, excluidos la energía y los alimentos; IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir; media truncada al 10 %; media truncada al 30 %; mediana del IAPC, y un indicador basado en un modelo factorial dinámico. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016.

Si se consideran los principales componentes del IAPC de manera más detallada, en 2016 la tasa media de variación de los precios de la energía contribuyó negativamente, en  $-0,5$  puntos porcentuales, a la inflación general. Esto se debió, principalmente, a la evolución de los precios del petróleo en euros, que afecta sobre todo a los precios de consumo de los combustibles líquidos. También se traslada a los precios de consumo del gas, aunque la transmisión es menos directa y más débil y su desfase es mayor<sup>14</sup>.

La tasa de variación de los precios de los alimentos descendió, en promedio, hasta el 1 % en 2016, después de seguir una tendencia al alza en 2015 y situarse en el 1,4 % en el cuarto trimestre de dicho año. Este descenso y las fluctuaciones observadas en el transcurso del año fueron atribuibles, fundamentalmente, a la evolución de los precios de los alimentos no elaborados, especialmente de los precios de las frutas y hortalizas, que refleja, sobre todo, efectos transitorios como las fuertes subidas relacionadas con las condiciones meteorológicas en julio y agosto y la acusada corrección a la baja que se produjo en septiembre y octubre. La tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados, en cambio, se mantuvo prácticamente estable durante todo el año.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó hasta el 0,7 % en enero y febrero, pero disminuyó posteriormente y se situó en el 0,3 % de agosto a diciembre. Esta disminución tuvo su origen en los precios de los bienes duraderos y semiduraderos, los dos componentes de los bienes industriales no energéticos con el contenido importador más elevado, por lo que tienen más probabilidades de verse afectados por la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro que comenzó en la primavera de 2015. La inflación de los bienes no duraderos permaneció básicamente estable.

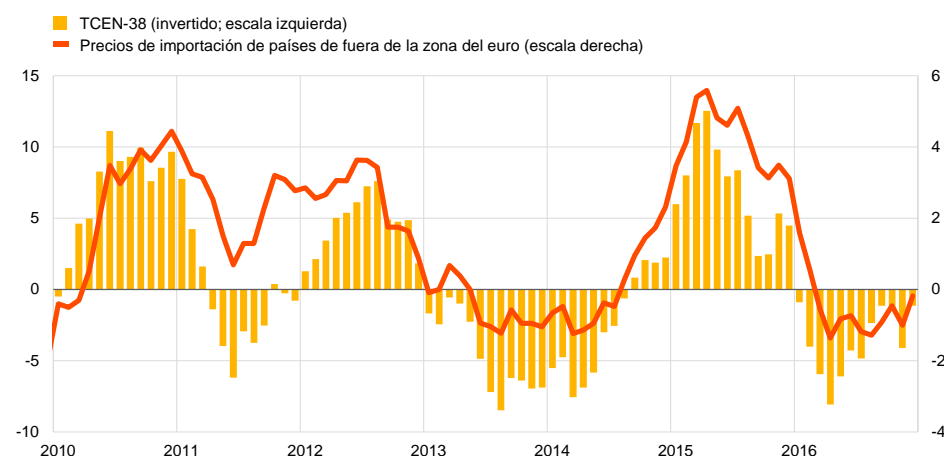
<sup>14</sup> Véase el recuadro titulado «Los precios del petróleo y los precios de consumo de la energía en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2016.

A este respecto, las presiones latentes continuaron siendo débiles en 2016. La tasa de variación interanual de los precios de importación experimentó un acusado descenso en 2015 y ha sido negativa desde principios de 2016, lo que refleja, principalmente, el impacto directo de la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro (véase gráfico 15). En el ámbito interno, la inflación de los precios industriales en los sectores de bienes de consumo no alimenticio fluctuó en niveles próximos a cero a lo largo del año. La evolución de los precios de producción de los bienes intermedios señala un impacto notable de los precios del crudo y de otras materias primas en las primeras fases de la cadena de precios y también un efecto en las fases posteriores (medido por los precios de los bienes de consumo).

### Gráfico 15

#### Precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio y evolución del tipo de cambio

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2016 en el caso del TCEN-38 y a octubre de 2016 en el caso de los precios de importación. TCEN-38 se refiere al tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

La inflación de los precios de los servicios fluctuó en torno al 1,1 % durante 2016, sustancialmente por debajo de su media de largo plazo. Las partidas incluidas en el IAPC de servicios suelen producirse internamente, lo que significa que los precios de los servicios deberían estar más estrechamente relacionados con la evolución de la demanda interna y de los costes laborales. Por lo tanto, es probable que la débil evolución refleje el grado de holgura todavía considerable en los mercados de productos y de trabajo de la zona del euro.

### Las presiones internas de costes continuaron siendo contenidas

Las presiones internas derivadas de los costes laborales continuaron siendo débiles en los tres primeros trimestres de 2016.

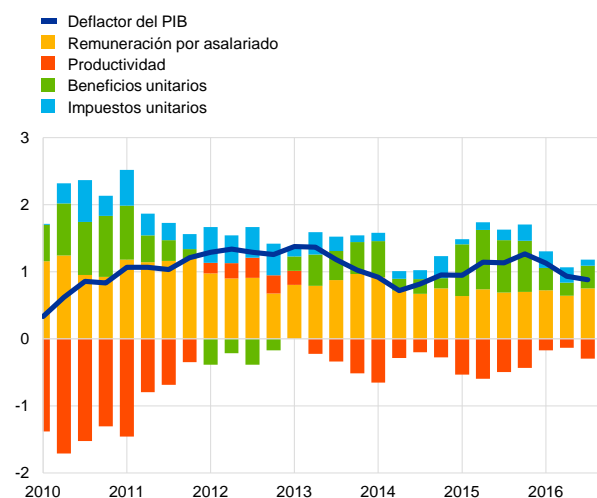
El crecimiento de la remuneración por asalariado y de los costes laborales unitarios en la zona del euro se situó, en promedio, en el 1,3 % y el 0,9 %, respectivamente, en los tres primeros trimestres de 2016 (véase gráfico 16). La ligera recuperación de los costes

laborales unitarios en 2016 en comparación con 2015 reflejó, fundamentalmente, una reducción del crecimiento de la productividad del trabajo, mientras que el crecimiento de la remuneración por asalariado siguió siendo bajo. Entre los factores que explican la contención de las presiones salariales se incluyen la persistencia de un elevado grado de holgura en el mercado de trabajo y las reformas estructurales acometidas en dicho mercado en los últimos años que se han traducido en una mayor flexibilidad a la baja de los salarios en algunos países de la zona del euro y en una inflación reducida<sup>15</sup>.

## Gráfico 16

### Detalle del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Las presiones internas de costes derivadas de la evolución de los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación) disminuyeron en cierta medida en 2016 con respecto a 2015. Esta disminución podría indicar que los efectos al alza sobre los beneficios asociados a las mejoras de la relación real de intercambio relacionadas con la debilidad de los precios del petróleo, que habían sido el principal factor impulsor del aumento de los beneficios en 2015, estaban desapareciendo a medida que los precios del petróleo seguían recuperándose desde los mínimos registrados a principios de 2016<sup>16</sup>. En consecuencia, los beneficios por unidad de producto fueron el principal determinante del ligero descenso de la tasa de variación interanual del deflactor del PIB desde el cuarto trimestre de 2015 hasta el tercer trimestre de 2016.

## Las expectativas de inflación a largo plazo se estabilizaron

Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de opinión se estabilizaron en 2016. La encuesta a expertos en previsión económica señaló unas expectativas de inflación a cinco años vista del 1,8 % en las cuatro ediciones de la encuesta realizadas en 2016. El nivel de las expectativas de inflación a más largo plazo en la encuesta de *Consensus Economics* de octubre de 2016 fue ligeramente superior y se situó en el 1,9 %. Tras haber alcanzado mínimos históricos en julio, las expectativas de inflación implícitas en los tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se recuperaron. Sin embargo, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado se mantuvieron por debajo de las derivadas de indicadores de opinión durante todo el año.

<sup>15</sup> Véase el recuadro titulado «Tendencias salariales recientes en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

<sup>16</sup> Véase el recuadro titulado «¿Qué factores han determinado la reciente disociación entre el deflactor del PIB y el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, de la zona del euro?», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016.



### Recuadro 3

#### Tendencias de la inflación subyacente: el papel de la dinámica salarial

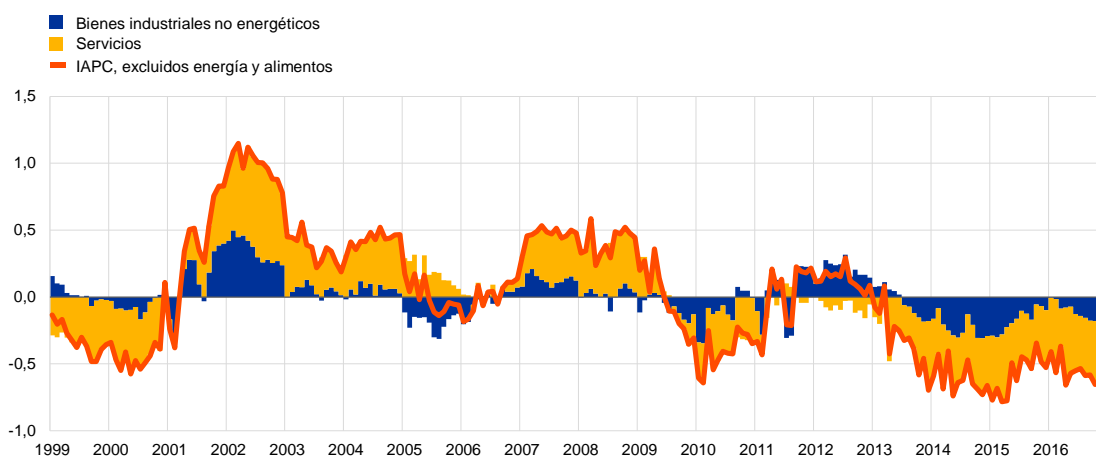
La inflación subyacente siguió sin mostrar una clara tendencia al alza en 2016. En este recuadro se analizan algunos de los factores que probablemente hayan contenido la dinámica y, en particular, el papel de los salarios en las débiles tendencias de la inflación.

En 2016, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, siguió oscilando entre el 0,7 % y el 1 %, muy por debajo de su media histórica (véase gráfico A). Ello se debió, en particular, a la persistencia de la baja inflación de los precios de los servicios, pero también a un nuevo descenso de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos tras haber registrado cierta recuperación entre 2015 y principios de 2016. Esta evolución puede atribuirse, en parte, a los efectos indirectos a la baja que tuvo la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas en los precios de los bienes intermedios para la producción de servicios específicos (por ejemplo, el transporte) y bienes de consumo (como los productos farmacéuticos). Además, el escaso dinamismo de los precios a escala mundial mantuvo en niveles reducidos los precios de los bienes de consumo importados directamente.

#### Gráfico A

Desviación del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, con respecto a su media de largo plazo y contribuciones de los principales componentes

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La línea roja indica la desviación de la tasa de crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo, excluidos la energía y los alimentos, con respecto a su media de largo plazo desde 1999 que se sitúa en el 1,4 %. Las contribuciones se muestran como desviaciones con respecto a su media de largo plazo.

Sin embargo, las principales causas de la baja inflación subyacente están relacionadas con la moderada evolución de los precios y costes internos. Los salarios representan gran parte de los costes de los bienes intermedios, especialmente en el sector servicios, que suele ser más intensivo en mano de obra. No obstante, una variación en el crecimiento de los salarios nominales no ejerce necesariamente presiones sobre las empresas para que modifiquen los precios si, por ejemplo, la variación fue inducida por un cambio en la productividad del trabajo. Por consiguiente, al evaluar las presiones de costes, a menudo resulta útil analizar los cambios en los costes laborales unitarios, que se calculan como la diferencia entre el crecimiento de los salarios nominales y la tasa de variación de la productividad del trabajo. Además, las empresas pueden optar por ajustar sus márgenes de beneficio en lugar de sus precios en respuesta a una variación en los costes

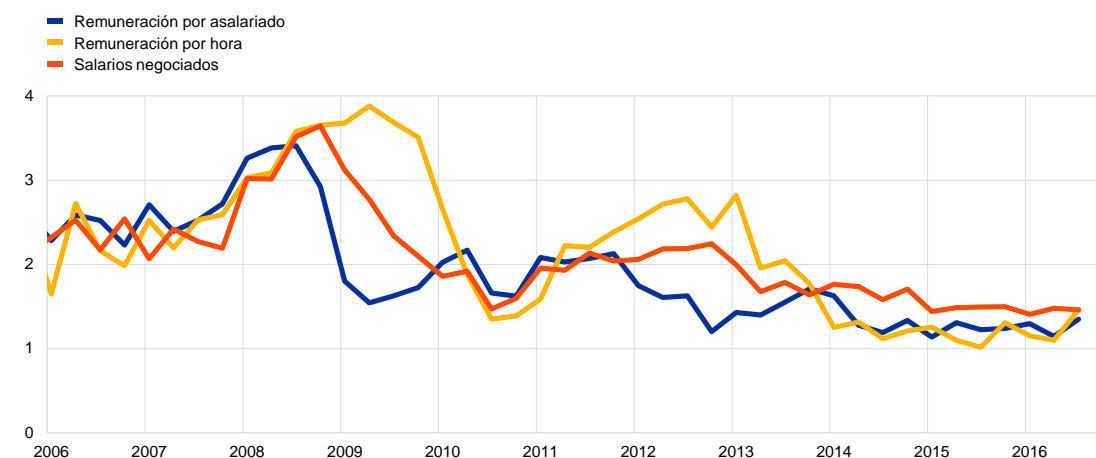
laborales unitarios. Dejando a un lado las fluctuaciones a corto plazo debidas a cambios en la productividad, la dinámica de los costes laborales unitarios parece haber evolucionado en consonancia con la dinámica salarial en el pasado reciente<sup>17</sup>.

El crecimiento salarial siguió siendo contenido en 2016, según los distintos indicadores. Concretamente, el crecimiento de los salarios negociados fluctuó en torno a tasas interanuales históricamente reducidas, mientras que el de la remuneración por asalariado o por hora trabajada fue incluso más bajo (véase gráfico B). La diferencia entre el crecimiento de los salarios negociados y el crecimiento efectivo de los salarios implica una deriva salarial negativa, que puede considerarse un indicador de presiones a la baja sobre los salarios. Por sectores, el crecimiento salarial ha disminuido notablemente tanto en el sector de servicios de mercado como en la industria, excluida la construcción. Así pues, ¿qué factores han contribuido a este crecimiento salarial tan bajo?

## Gráfico B

### Crecimiento salarial en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Una manera lógica de analizar el crecimiento salarial es utilizando un modelo de curva de Phillips convencional. En dicho modelo, los salarios vienen determinados por las expectativas de inflación (en este caso expectativas retrospectivas<sup>18</sup>), por la productividad y por la tasa de desempleo (véase gráfico C). La descomposición del crecimiento salarial en estos factores sugiere que el crecimiento salarial inferior a la media registrado en 2016 se debió, principalmente, a la contribución de la inflación pasada, que fue inferior a la media, y a las elevadas tasas de paro. La necesidad de reducir el desempleo y las reformas del mercado de trabajo acometidas en algunos países se tradujeron en unas negociaciones salariales más orientadas al empleo y menos a la remuneración. Asimismo, la evidencia muestra que las rigideces a la baja de los salarios han

<sup>17</sup> La tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios aumentó en los tres primeros trimestres de 2016 en comparación con 2015, lo que reflejó, principalmente, una desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo. Pese a dicho incremento, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo muy por debajo de la media histórica. No obstante, en el actual entorno de baja inflación, el aumento de los costes laborales unitarios se ha visto frenado por un ajuste de los márgenes de beneficio.

<sup>18</sup> La inclusión de expectativas de inflación donde se ha eliminado el componente retrospectivo tiene un escaso valor explicativo.

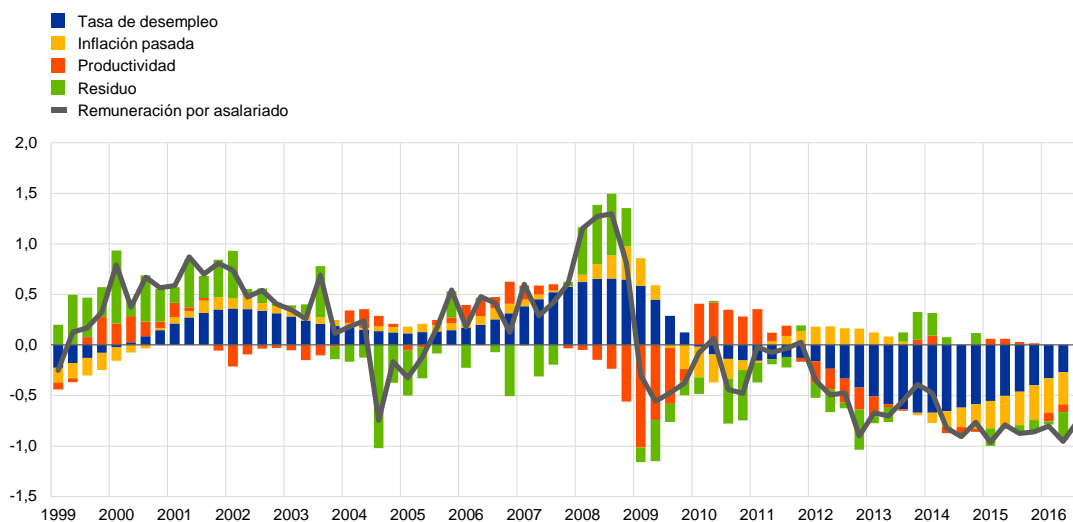
disminuido, en general, en la zona del euro, especialmente en los países que experimentaron una fuerte perturbación macroeconómica negativa<sup>19</sup>. La baja inflación observada en los últimos años puede haber afectado al crecimiento de los salarios de diversas formas. De hecho, es posible que hayan disminuido las presiones sobre la negociación salarial ya que los bajos precios del petróleo aumentaron el poder adquisitivo de los salarios. Recientemente, el crecimiento de la productividad también ha contribuido de forma negativa al crecimiento salarial en comparación con los patrones históricos.

De cara al futuro, se espera que desaparezca gradualmente el lastre que todos los factores analizados anteriormente representan para el crecimiento de los salarios. En primer lugar, se prevé que el grado de holgura del mercado de trabajo siga reduciéndose a medida que continúa la recuperación económica y que las reformas laborales contribuyen a crear empleo. En segundo lugar, el efecto de las anteriores caídas de los precios del petróleo parece haber llegado a su fin, lo que generará un nuevo repunte de la inflación y una reducción del impacto moderador sobre los convenios colectivos. En general, el aumento esperado de las presiones salariales debería transmitirse posteriormente también a la inflación subyacente.

### Gráfico C

#### Descomposición del crecimiento de los salarios basada en un modelo de curva de Phillips

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales; todos los valores están expresados en términos de desviaciones respecto a su media de largo plazo)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La línea gris indica las desviaciones con respecto a la media de largo plazo de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado. Las contribuciones (incluido el residuo) también se muestran como desviaciones con respecto a su media de largo plazo. Se calculan a partir de una ecuación en la que se estima una regresión de la remuneración por asalariado (tasa de crecimiento trimestral anualizada de la serie desestacionalizada) sobre su propio retardo, la inflación desfasada, la productividad por persona ocupada, la tasa de desempleo retardada y una constante.

<sup>19</sup> Véanse el artículo titulado «[New evidence on wage adjustment in Europe during the period 2010-13](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016, y R. Anderton y B. Bonthuis, «[Downward Wage Rigidities in the Euro Area](#)», *Research Paper Series*, n.º 2015/09, Nottingham University Centre for Research on Globalisation and Economic Policy, 2015.

## 1.5 Evolución monetaria y crediticia

Los bajos tipos de interés y los efectos de las medidas de política monetaria del BCE siguieron respaldando la dinámica monetaria y crediticia. El crecimiento monetario se estabilizó en 2016, manteniendo tasas robustas, mientras que el crecimiento del crédito continuó recuperándose gradualmente.

### El crecimiento monetario se mantuvo prácticamente estable

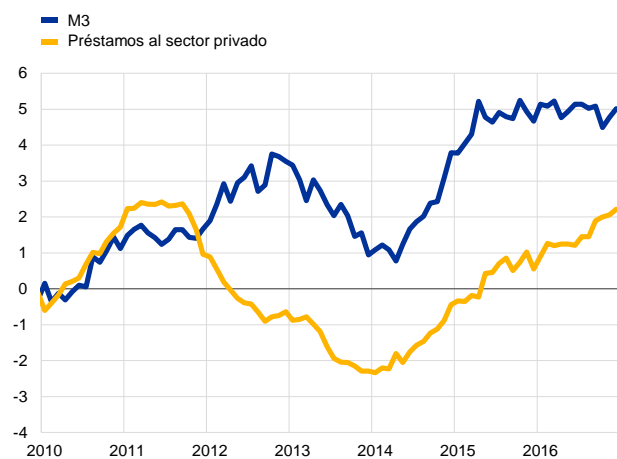
El crecimiento del agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente estable en 2016, aunque se debilitó ligeramente en el segundo semestre del año (véase gráfico 17). En diciembre de 2016, el crecimiento interanual de M3 se situó en el 5 %, frente al 4,7 % de finales de 2015. El crecimiento de M3 volvió a verse impulsado por los componentes más líquidos, dado el bajo coste de oportunidad de mantener depósitos líquidos en un entorno caracterizado por tipos de interés muy reducidos y un perfil plano de la curva de rendimientos. Las medidas no convencionales del BCE, especialmente su programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), fueron importantes factores adicionales que determinaron la evolución monetaria de la zona del euro. El crecimiento de M1, que se benefició del elevado crecimiento de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades no financieras, fue vigoroso,

pero se moderó con respecto a su máximo de mediados de 2015. Su tasa se situó en el 8,8 % en diciembre de 2016, frente al 10,7 % de diciembre de 2015.

#### Gráfico 17

#### M3 y préstamos al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

En cuanto a los demás componentes principales de M3, la reducida remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyó a la contracción continuada de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1), que siguieron siendo un lastre para el crecimiento de M3. La tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), que tienen un peso reducido en M3, se recuperó en cierta medida, gracias al sólido crecimiento de las participaciones en fondos del mercado monetario y al aumento de las tenencias de valores representativos de deuda a corto plazo por parte de las entidades de crédito.

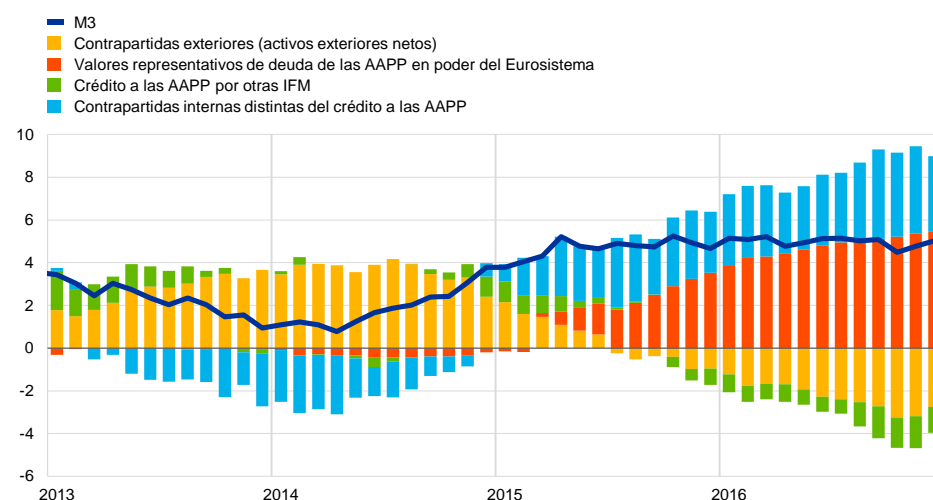
### La creación de dinero estuvo impulsada nuevamente por fuentes internas

Las contrapartidas internas distintas del crédito a las Administraciones Públicas tuvieron un impacto positivo en el crecimiento de M3 en 2016 (véanse las barras azules del gráfico 18). Por una parte, esto reflejó la recuperación gradual del crecimiento del crédito al sector privado. Por otra, la tasa de variación interanual significativamente negativa de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos

capital y reservas) de las IFM siguió sustentando el crecimiento de M3. Esta evolución obedeció, en parte, al perfil relativamente plano de la curva de rendimientos, asociado a las medidas de política monetaria del BCE, que ha hecho que a los inversores les resulte menos favorable mantener depósitos a largo plazo y bonos bancarios. El atractivo de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) como alternativa a la financiación bancaria a más largo plazo en los mercados también influyó.

### Gráfico 18 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.

Las adquisiciones de valores representativos de deuda en el contexto del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) tuvieron un considerable impacto positivo en el crecimiento de M3 (véanse las barras rojas del gráfico 18). En cambio, la contribución del crédito a las AAPP concedido por las instituciones financieras monetarias, excluido el Eurosistema, fue negativa (véanse las barras verdes del gráfico 18). Al mismo tiempo, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro (que es el reflejo de la posición deudora neta frente al exterior de las entidades distintas de IFM de la zona del euro liquidada a través de las entidades de crédito) siguió siendo el principal lastre para el crecimiento interanual de M3 (véanse las barras amarillas del gráfico 18). Esta evolución fue atribuible, sobre todo, a las continuas salidas de capital de la zona del euro y al reequilibrio de las carteras en favor de instrumentos de inversión de fuera de la zona. Las ventas de deuda pública de la zona del euro por parte de no residentes en el marco del PSPP contribuyeron notablemente a esta tendencia, ya que los ingresos de estas ventas se invirtieron, sobre todo, en instrumentos fuera de la zona del euro.

## El crecimiento del crédito continuó recuperándose a un ritmo moderado

La recuperación gradual del crecimiento del crédito reflejó la evolución de los préstamos al sector privado (véase gráfico 17). La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro (incluidas las AAPP y el sector privado) se incrementó a lo largo de 2016 y se situó en el 4,7 % en diciembre, frente al 2,3 % de diciembre de 2015. La mejora del dinamismo del crédito fue apreciable, sobre todo, en los préstamos a las sociedades no financieras. El crecimiento de estos préstamos se recuperó sustancialmente desde el mínimo registrado en el primer trimestre de 2014. Esta evolución se vio favorecida por los significativos descensos de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios, respaldados por la reducción adicional de los costes de financiación de las entidades de crédito, que se vio determinada especialmente por las medidas de política monetaria no convencionales del BCE. Sin embargo, el saneamiento de los balances bancarios y los niveles todavía altos de préstamos dudosos en algunos países siguen lastrando el crecimiento de los préstamos.

Además, como se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2017, la evolución de la demanda en todas las categorías de préstamos ha respaldado la recuperación del crecimiento de los préstamos, mientras que los criterios de aprobación del crédito a empresas se están estabilizando en gran medida. De acuerdo con los resultados de esta encuesta, el bajo nivel general de los tipos de interés, las fusiones y adquisiciones, las reestructuraciones de empresas y las perspectivas del mercado de la vivienda fueron factores importantes que determinaron el aumento de la demanda de préstamos. En este contexto, el APP propició la relajación neta de los criterios de aprobación y, en particular, de las condiciones de los préstamos. Las entidades de crédito indicaron, asimismo, que la liquidez adicional procedente del APP y de las TLTRO se había utilizado para conceder préstamos, así como para sustituir la financiación procedente de otras fuentes. También señalaron que el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE había tenido un impacto positivo en el volumen de crédito, al tiempo que había contribuido a estrechar los márgenes aplicados a los préstamos.

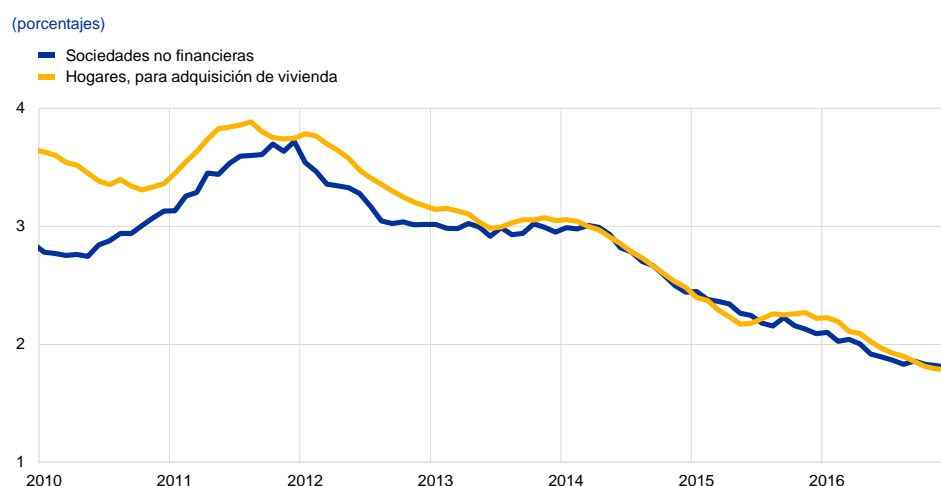
## Los tipos de interés del crédito bancario concedido a los hogares y a las sociedades no financieras disminuyeron hasta mínimos históricos

La orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, el reforzamiento de los balances y la menor fragmentación de los mercados financieros contribuyeron, en general, a reducir los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito, que alcanzaron mínimos históricos. Desde junio de 2014 las entidades de crédito han ido trasladando la disminución de sus costes de financiación mediante la aplicación de tipos de interés más bajos al crédito bancario (véase gráfico 19), que también descendieron a mínimos históricos. Entre principios de junio de 2014 (inicio de las

medidas de expansión crediticia del BCE) y diciembre de 2016, los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares cayeron en torno a 110 puntos básicos. Además, los tipos de interés aplicados al crédito bancario otorgado tanto a las sociedades no financieras como a los hogares siguieron mostrando una dispersión reducida entre países.

### Gráfico 19

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



Fuente: BCE.

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

## 1.6 Política fiscal y reformas estructurales

El déficit presupuestario de la zona del euro siguió reduciéndose en 2016, debido fundamentalmente a los menores pagos por intereses y a una situación cíclica favorable, mientras que la orientación de la política fiscal de la zona fue expansiva. La ratio de deuda pública de la zona del euro continuó descendiendo. No obstante, el nivel de deuda sigue siendo elevado en algunos países, por lo que es necesario realizar ajustes presupuestarios adicionales y aplicar una política fiscal que estimule más el crecimiento para que las ratios de deuda pública se sitúen en una firme senda descendente. Acelerar la implementación de reformas en el ámbito empresarial y regulatorio contribuiría a aumentar el potencial de crecimiento de la zona del euro. Asimismo, para fomentar el empleo son necesarias reformas profundas de los mercados de trabajo.

### Los déficits fiscales continuaron reduciéndose en 2016

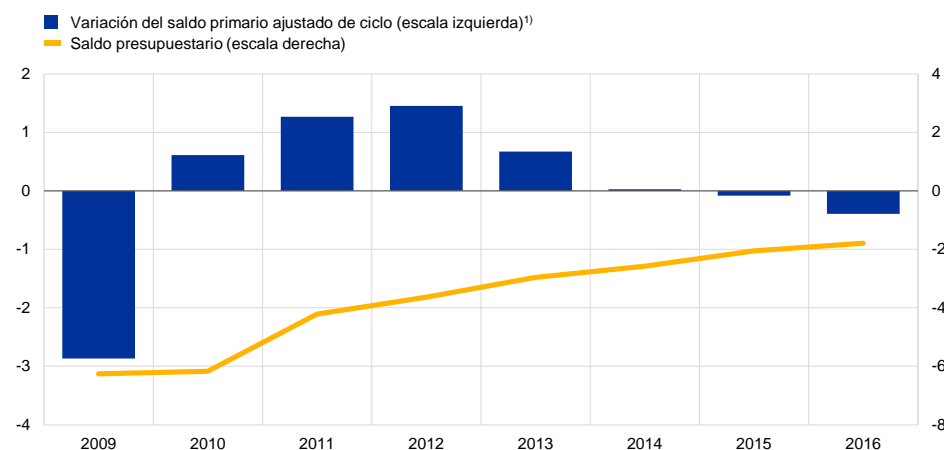
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro descendió desde el 2,1 % del PIB en 2015 hasta el 1,8 % del PIB en 2016 (véase gráfico 20). Esta evolución es similar, en líneas generales, a la recogida en las

previsiones económicas de invierno de 2017 de la Comisión Europea. La reducción del déficit fue consecuencia de los menores pagos por intereses y de una situación cíclica favorable, que compensaron con creces el deterioro del saldo primario ajustado de ciclo. La mejora del déficit presupuestario agregado de la zona del euro reflejó una situación de las finanzas públicas más saneada en la mayoría de los países de la zona.

## Gráfico 20

### 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 2016.

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

La orientación de la política fiscal de la zona del euro, medida por la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluido el impacto presupuestario de las ayudas públicas al sector financiero, fue expansiva en 2016 (véase gráfico 20)<sup>20</sup>. Esta orientación fue resultado, principalmente, de la adopción de medidas fiscales discrecionales por el lado de los ingresos, como recortes de impuestos directos en algunos países de la zona del euro, y se sustentó asimismo en el crecimiento relativamente dinámico de las prestaciones sociales y del consumo intermedio. Se dispone de evidencia de que varios países pueden haber destinado parte del ahorro en intereses a aumentar el gasto primario en lugar de a reducir los niveles de deuda pública o acumular reservas. El impacto de la afluencia de refugiados sobre la finanzas públicas fue menor que en el año anterior.

## La ratio de deuda pública de la zona del euro siguió descendiendo

La deuda pública de la zona del euro en relación con el PIB continuó reduciéndose gradualmente desde el máximo registrado en 2014. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2016, la ratio de

<sup>20</sup> En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta un análisis del concepto de orientación de la política fiscal de la zona del euro. La evaluación de la adecuación de la orientación de la política fiscal de la zona del euro no es una tarea sencilla. Esta evaluación ha de equilibrar diversos objetivos, como las necesidades de sostenibilidad y de estabilización, y tener en cuenta los problemas de medición, especialmente en relación con la brecha de producción.

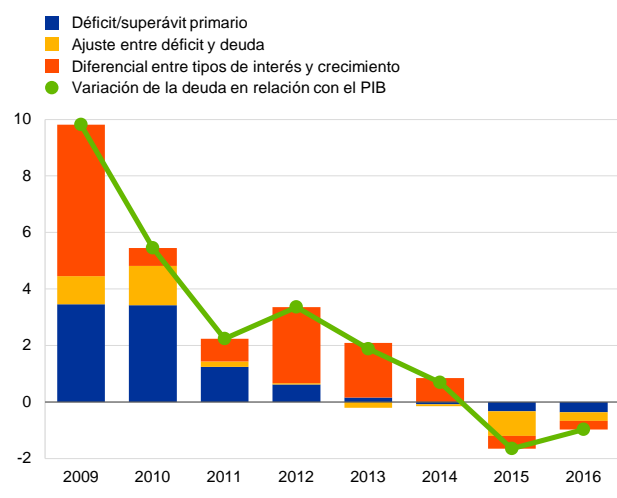


deuda en relación con el PIB descendió desde el 90,4 % de 2015 hasta el 89,4 % en 2016. La mejora registrada en 2016 se sustentó prácticamente por igual en tres factores: i) una evolución favorable del diferencial entre tipos de interés y crecimiento, dados los bajos niveles de los tipos de interés y la recuperación económica; ii) unos superávits primarios reducidos, y iii) unos ajustes negativos entre déficit y deuda (véase gráfico 21).

## Gráfico 21

### 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 2016.

Sin embargo, en algunos países, los niveles de deuda pública todavía son altos e incluso están aumentando. Esta situación resulta aún más preocupante porque una carga elevada de deuda pública incrementa la vulnerabilidad de la economía a perturbaciones macroeconómicas y a episodios de inestabilidad en los mercados financieros y limita el margen de maniobra de la política fiscal para amortiguar las perturbaciones<sup>21</sup>. Así pues, los países con ratios de deuda en relación con el PIB elevadas, en particular, deberían situar sus ratios de deuda pública en una firme senda descendente, respetando íntegramente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Desde una perspectiva de más largo plazo, también es esencial contener los riesgos para la sostenibilidad de la deuda, dados los sustanciales retos derivados del envejecimiento de la población que se reflejan en los crecientes costes de las pensiones, la atención sanitaria y los cuidados de larga duración. En el informe de 2016 sobre atención sanitaria de la

Comisión Europea se identifican las principales reformas que deben acometer los países de la UE para contener las presiones sobre el gasto en el ámbito sanitario y de cuidados de larga duración<sup>22</sup>.

## Diferencias en el margen de maniobra fiscal disponible en los distintos países

Si bien es indispensable que varios países de la zona del euro realicen esfuerzos de consolidación fiscal adicionales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, otros disponen de margen de maniobra que pueden utilizar al tiempo que cumplen plenamente las disposiciones del PEC. El PEC ofrece cierta flexibilidad que podría contribuir a que las autoridades nacionales aborden las necesidades de estabilización. Por ejemplo, el PEC ofrece cierto margen de maniobra en relación con la inversión pública y los costes de las reformas estructurales.

La amplitud del margen de maniobra fiscal y su utilización varió en los distintos países de la zona del euro. En algunos, como en Alemania, el margen de maniobra

<sup>21</sup> Véase el artículo titulado «Government debt reduction strategies in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2016.

<sup>22</sup> Véase el informe «Joint report on health care and long-term care systems and fiscal sustainability», Institutional Paper 37, Comisión Europea, octubre de 2016.

disponible se empleó, por ejemplo, para absorber el considerable impacto presupuestario derivado de la afluencia de refugiados. En cambio, a los países que carecían de dicho margen se les exigió que aplicaran medidas fiscales para garantizar el cumplimiento de los requisitos del PEC. Varios países, como Italia, Letonia y Lituania, también se beneficiaron de la posibilidad de incrementar sus déficits, una opción que ofrece la disposición del PEC sobre flexibilidad en materia de inversión pública, reformas de las pensiones y reformas estructurales.

Para aprovechar al máximo el margen de maniobra fiscal disponible, los países deberían orientar sus acciones de política fiscal hacia un gasto en inversión pública adecuadamente diseñado, que previsiblemente contribuirá de forma duradera al crecimiento económico a medio plazo. Aunque la magnitud de los efectos macroeconómicos resulta incierta, cabe esperar que la inversión pública tenga efectos de demanda positivos y que eleve el producto potencial aumentando el *stock* de capital público<sup>23</sup>.

Además, para apoyar la estabilización económica, los países también deberían tratar de que la composición de sus políticas presupuestarias sea más favorable al crecimiento. Por el lado del gasto, las revisiones constituyen una vía prometedora para identificar prestaciones que no se traducen necesariamente en una mejora del bienestar y que ayudarían a asegurar una utilización más eficiente de los fondos públicos. Por lo que respecta a los ingresos, la mayor contribución del sistema tributario al crecimiento y la reducción de la evasión fiscal constituyen importantes áreas de reforma en varios países. En concreto, el alivio de la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo, es decir, la carga impositiva sobre estas rentas derivada del impuesto sobre la renta y de las cotizaciones sociales, puede tener efectos positivos en el crecimiento y en el empleo<sup>24</sup>.

## Trayectoria dispar en el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE

Los países deben velar por un estricto cumplimiento de las disposiciones del PEC y por la corrección de los riesgos para la sostenibilidad de la deuda en los plazos previstos. En 2016, el cumplimiento del PEC por parte de los países de la zona del euro fue bastante desigual, mientras que, por lo que respecta a la aplicación de las reglas fiscales, habría sido deseable una mayor rigurosidad para garantizar la plena credibilidad del PEC.

El proceso de consolidación fiscal está avanzando, lo que también ha contribuido a que varios países dejen de estar sujetos a procedimientos de déficit excesivo (PDE). En 2016 se cerraron los PDE de Irlanda y de Eslovenia en el plazo establecido, así como el de Chipre, que incluso se adelantó en un año al plazo fijado. Entre los países de la zona del euro, únicamente Francia, España y Portugal seguían sujetos al componente corrector del PEC a principios de 2017<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> Véase el artículo titulado «[Public investment in Europe](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2016.

<sup>24</sup> Véase, por ejemplo, Attinasi et al., «[Budget-neutral labour tax wedge reductions: a simulation-based analysis for selected euro area countries](#)», Discussion Paper n.º 26, Deutsche Bundesbank, 2016.

<sup>25</sup> Grecia está sujeta a un programa de asistencia financiera, por lo que no se incluye en las evaluaciones del cumplimiento del PEC del marco de vigilancia presupuestaria.

Con todo, la Comisión Europea identificó importantes brechas de consolidación con respecto a las exigencias del PEC en varios países de la zona del euro en 2016 y para años posteriores, lo que, sin embargo, no se tradujo en una aceleración significativa de los procedimientos correspondientes establecidos en el PEC<sup>26</sup>. Por ejemplo, en relación con las recomendaciones específicas por país publicadas en mayo de 2016, la Comisión analizó el incumplimiento del criterio de deuda por parte de Bélgica, Italia y Finlandia en 2015. No obstante, basándose en la evaluación de la regla numérica de deuda y/o de los factores relevantes que se recogen en el PEC, decidió no iniciar un PDE. Además, a pesar de que ni España ni Portugal habían adoptado medidas efectivas, en agosto de 2016, el Consejo siguió la recomendación de la Comisión de no imponer multas. En su lugar, concedió a España una prórroga de dos años, hasta 2018, del plazo para la corrección del déficit previsto en el PDE, acompañada de una reducción significativa del ajuste requerido. En el caso de Portugal, que se vio afectado por los costes fiscales de la asistencia prestada al sector financiero en 2015, el plazo fijado en el PDE se amplió en un año, hasta 2016. Asimismo, la Comisión no presentó ninguna propuesta de suspensión del pago de parte de los Fondos Estructurales y de Inversión europeos.

El 16 de noviembre de 2016, la Comisión Europea publicó su evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y concluyó que seis países sometidos al componente preventivo, concretamente, Bélgica, Italia, Chipre, Lituania, Eslovenia y Finlandia, corrían el riesgo de incumplir las exigencias del PEC<sup>27</sup>. Entre los países sujetos al componente corrector, se consideró que Francia y, tras presentar un proyecto de plan presupuestario actualizado, también España, cumplían las disposiciones del PEC en líneas generales. En cuanto a Portugal, se preveía que superase el umbral de desviación significativa, aunque solo por un margen muy estrecho. El 5 de diciembre de 2016, el Eurogrupo declaró que los Estados miembros que seguían sujetos al componente corrector del PEC debían garantizar la corrección de su déficit excesivo en el plazo establecido, una convergencia adecuada hacia el cumplimiento del objetivo a medio plazo posteriormente y la observancia de la regla sobre la deuda<sup>28</sup>.

## La mejora de las instituciones es clave para aumentar el crecimiento potencial

Aunque la recuperación económica sigue su curso, persisten los desafíos estructurales a medio y largo plazo para el crecimiento de la zona del euro. El débil avance de la productividad, los elevados niveles de deuda y el desempleo estructural dificultan un mayor crecimiento económico y exigen un renovado impulso de las políticas de oferta. Existe amplia evidencia de que la debilidad del crecimiento del PIB tendencial y del empleo está asociada a una menor calidad de las

<sup>26</sup> Véase el recuadro titulado «[Recomendaciones de política fiscal específicas por país en el marco del Semestre Europeo 2016](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016.

<sup>27</sup> Véase la [comunicación](#) de la Comisión Europea publicada el 16 de noviembre de 2016. En el recuadro titulado «[La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2017 y la situación presupuestaria de la zona del euro en su conjunto](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016, se presenta un análisis de la evaluación de la Comisión.

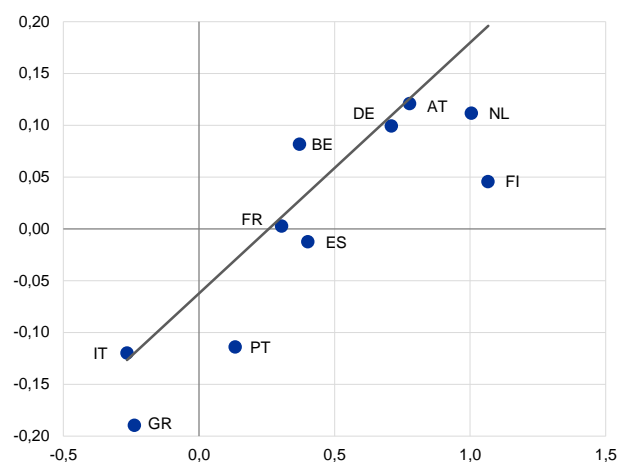
<sup>28</sup> Véase la [declaración](#) del Eurogrupo publicada el 5 de diciembre de 2016.

instituciones nacionales (como el control de la corrupción y el Estado de derecho), así como a rigideces estructurales en los mercados de trabajo y de productos<sup>29</sup>. Ciertamente, unas instituciones y unas estructuras económicas sólidas son esenciales para la capacidad de resistencia y la prosperidad a largo plazo de la zona del euro (véase gráfico 22)<sup>30</sup>.

## Gráfico 22

### Vínculo entre instituciones y crecimiento en Europa

(eje de abscisas: calidad institucional en 1999; eje de ordenadas: crecimiento efectivo-esperado 1999-2016)



Fuentes: Eurostat, Banco Mundial y cálculos del BCE.

Notas: La calidad institucional se mide como la media de los seis indicadores mundiales de gobernabilidad del Banco Mundial (voz y rendición de cuentas, efectividad gubernamental, estado de derecho, calidad regulatoria, control de la corrupción, y estabilidad política y ausencia de violencia). En el eje de ordenadas, el crecimiento esperado es el resultado de una simple regresión de convergencia, en la que el crecimiento medio del PIB per cápita entre 1999 y 2016 depende únicamente del nivel del PIB per cápita en 1999 y de una constante.

Varios indicadores sugieren que el impulso reformista se debilitó considerablemente en la zona del euro después de 2013 y que las tasas de implementación de reformas han retrocedido a los niveles previos a la crisis<sup>31</sup>. Esta desaceleración es lamentable, dado que ya existen ejemplos de reformas creíbles y bien orientadas aplicadas durante la crisis que han reportado sustanciales beneficios a los países de la zona del euro que las han acometido<sup>32</sup>.

El lento ritmo de implementación de las reformas suscita inquietud acerca de las perspectivas de crecimiento y de empleo en la zona del euro y frena la consecución de otras mejoras necesarias de la capacidad de la Unión Monetaria para absorber perturbaciones. En el cuadro 1 se muestran los avances realizados en la aplicación de las recomendaciones específicas por país de 2016 de la Comisión Europea. Es evidente que la ejecución de las reformas ha sido bastante limitada en todos los países de la zona del euro. Por ejemplo, ninguna de las recomendaciones se aplicó plenamente, al tiempo que se efectuaron avances importantes solo en dos de las

recomendaciones. No obstante, en 2016, la mayoría de los países de la zona del euro realizaron algunos avances en la reforma del entorno institucional (por ejemplo, la mejora de la eficiencia de los marcos de insolvencia, la mejora del proceso de reestructuración de la deuda del sector privado y el mayor acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas). En cuanto a las reformas fiscales de carácter estructural, las medidas adoptadas siguieron centrándose en reducir la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo, al tiempo que algunos países de la zona del euro también trataron de mejorar la eficiencia de la administración pública y la recaudación de impuestos. Por lo que respecta a las reformas del mercado de trabajo o a las medidas

<sup>29</sup> Véase, por ejemplo, Masuch et al., «[Institutions, public debt and growth in Europe](#)», *Working Paper Series*, n.º 1963, BCE, septiembre de 2016.

<sup>30</sup> Véase también el artículo titulado «[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

<sup>31</sup> Véase, por ejemplo, el informe [Going for Growth Interim Report](#), OCDE, 2016.

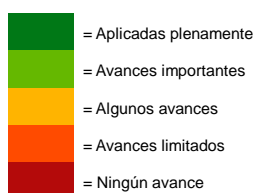
<sup>32</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Recent employment dynamics and structural reforms» incluido en el artículo «[The employment-GDP relationship since the crisis](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2016, que muestra que la respuesta del empleo al crecimiento del PIB en los países que han acometido reformas ha sido mayor durante la recuperación; o el recuadro titulado «Episodes of unemployment decline in the euro area and the role of structural reforms» del artículo «[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016, que muestra que los episodios de absorción de desempleo con frecuencia van precedidos de un período de reformas estructurales.

para aumentar la competencia en el sector servicios, los avances han sido mucho más limitados, o incluso nulos, en la mayoría de los países de la zona del euro. En aquellos casos en los que se han realizado reformas, en general se han llevado a cabo de manera poco sistemática. Esto ha hecho que se hayan desaprovechado complementariedades potencialmente importantes entre las distintas áreas de reforma y que se hayan perdido oportunidades para internalizar plenamente los efectos de estímulo de la demanda que se derivan de la generación de expectativas de ingresos más altos en el futuro<sup>33</sup>.

### Cuadro 1

Evaluación de la implementación de las recomendaciones específicas por país de 2016 por parte de la Comisión Europea

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



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Grecia no fue incluido en el Semestre Europeo de 2016 porque el país está sujeto a un programa de ajuste económico y, por tanto, no ha recibido ninguna recomendación específica de reforma (REP). Para evaluar los avances realizados en la aplicación de las REP de 2016 se utilizan las siguientes categorías: Ningún avance: El Estado miembro no ha anunciado ni adoptado de forma creíble medidas para seguir la REP. Avances limitados: el Estado miembro ha anunciado la adopción de ciertas medidas, aunque estas solo tienen en cuenta la REP de forma limitada, y/o ha presentado actos legislativos ante el órgano ejecutivo o legislativo, pero estos no se han adoptado aún y se necesitan trabajos no legislativos adicionales sustanciales antes de poner en práctica la REP, y/o ha presentado actos no legislativos, sin que se les haya dado el seguimiento necesario, en términos de puesta en práctica, para seguir la REP. Algunos avances: el Estado miembro ha adoptado medidas que responden en parte a la REP y/o ha adoptado medidas que responden a la REP, pero aún son necesarios esfuerzos considerables para su pleno cumplimiento, dado que solo se ha aplicado un número reducido de las medidas adoptadas. Avances importantes: el Estado miembro ha adoptado medidas que están decididamente orientadas al cumplimiento de la REP y que se han aplicado en su mayoría. Aplicadas plenamente: el Estado miembro ha aplicado todas las medidas necesarias para seguir adecuadamente la REP. En este cuadro se presenta un esquema; para información más detallada sobre las recomendaciones específicas de reforma por país en las distintas áreas de política económica, véase el [sitio web](#) del Semestre europeo de la Comisión Europea.

En general, los Gobiernos deberían acelerar la aplicación de reformas que promuevan la actividad empresarial. Como se ha mostrado anteriormente, en 2016 se realizaron algunos esfuerzos para mejorar el entorno empresarial y regulatorio, pero los avances realizados en los últimos años han sido demasiado limitados para que las prácticas de los países de la zona del euro estén en línea con las mejores prácticas internacionales. Como se señala en el recuadro 4, las reformas siguen ofreciendo un considerable potencial sin explotar para impulsar la productividad y el empleo. Junto con medidas para mejorar las infraestructuras públicas, las actuaciones dirigidas a aumentar la eficiencia de los marcos de insolvencia e incrementar la competencia en los mercados de productos y de servicios también contribuirían a potenciar la inversión y, en último término, la demanda agregada. Para complementar estas prioridades de reforma, también es necesario realizar reformas profundas del mercado laboral para aumentar su flexibilidad, reducir la

<sup>33</sup> Véase, por ejemplo, J. Fernández-Villaverde, P. Guerrón-Quintana y J.F. Rubio-Ramírez, «Supply-Side Policies and the Zero Lower Bound», *IMF Economic Review*, vol. 62(2), 2014, pp. 248-260.

segmentación entre los distintos tipos de contratos de trabajo y abordar el desajuste entre la oferta y la demanda de cualificaciones. Asimismo, las políticas dirigidas a desarrollar el capital humano y fomentar la movilidad laboral, así como los programas activos del mercado de trabajo, deberían reforzarse para hacer frente al elevado desempleo. Una administración pública más eficiente también impulsaría el avance de la productividad y beneficiaría al sector privado.

También es preciso dar un renovado impulso a la implementación de reformas a escala de la UE. La nueva estructura de gobernanza económica reflejada en el Semestre Europeo de la Comisión debería promover la aplicación de reformas en toda la zona del euro, pero los limitados avances señalados anteriormente muestran la necesidad de hacer esfuerzos mucho mayores. Por ejemplo, tal como se indicó en el Informe de los cinco presidentes<sup>34</sup> publicado en 2015, a medio y largo plazo es necesario un proceso de convergencia más vinculante para conseguir estructuras económicas resistentes. Asimismo, la aplicación de medidas para promover mayores avances del Mercado Único, establecer una verdadera unión de los mercados de capitales y completar la unión bancaria también ayudaría a construir una zona del euro más resistente y favorable al crecimiento.

#### Recuadro 4

##### Prioridades de reforma del entorno empresarial y de los mercados de productos en la zona del euro

---

Existe un amplio margen para la aplicación de reformas en la zona del euro orientadas a crear un entorno empresarial más favorable, mejorar los marcos de insolvencia y aumentar la competencia en los mercados de productos y de servicios. Estas reformas son esenciales para impulsar la productividad, atraer inversión extranjera directa, incrementar el dinamismo empresarial y estimular la inversión en la zona del euro. En el Plan de Inversiones para Europa también se destacaba la importancia de seguir prácticas que favorezcan la actividad empresarial<sup>35</sup>. Para complementar y continuar desarrollando algunas de las ideas presentadas en el texto principal de este informe, en este recuadro se analizan las áreas de reforma prioritarias para la zona del euro, se hace balance de la situación actual y se consideran los análisis de comparación (*benchmarking*) como posible instrumento dinamizador del proceso de implementación de reformas.

En algunas economías de la zona del euro, las condiciones para la actividad empresarial siguen siendo poco favorables, debido a que los mercados de productos y de servicios están muy regulados y a la ineficiencia de los marcos de insolvencia. En el indicador sintético del informe *Doing Business 2017* del Banco Mundial<sup>36</sup>, ningún país de la zona del euro figura entre los diez mejor clasificados del mundo. Del mismo modo, las prácticas empresariales de los países de la zona del euro se mantienen a cierta distancia de las de aquellos que han obtenido mejores resultados a escala mundial. Así, por ejemplo, los procedimientos de insolvencia tienen, en

<sup>34</sup> J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi y M. Schulz, «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», Comisión Europea, junio de 2015.

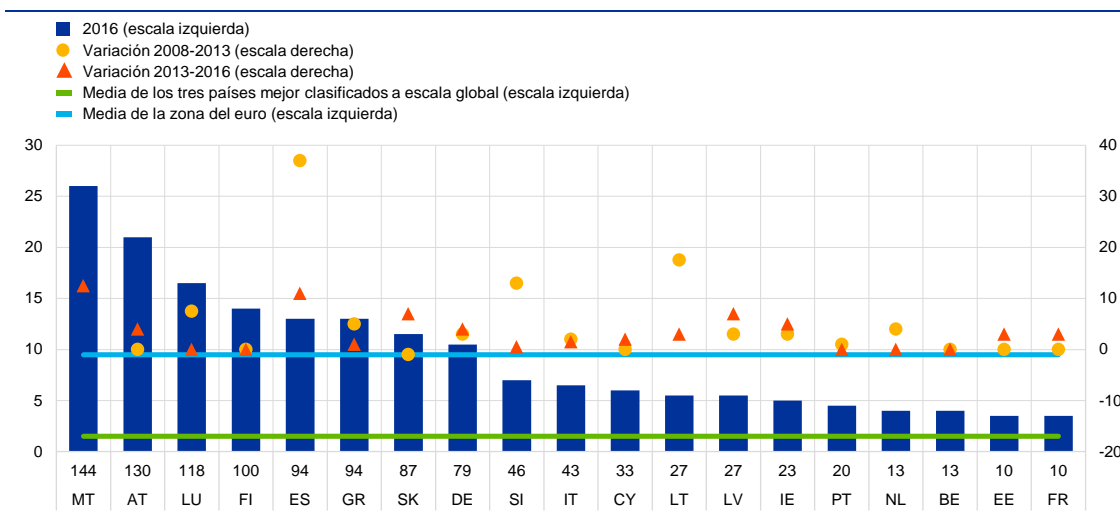
<sup>35</sup> Véanse también las conclusiones del Consejo de la UE sobre el tercer pilar del Plan de Inversiones para la UE, en las que se identifican diversos obstáculos a la inversión.

<sup>36</sup> A efectos ilustrativos se presenta una descripción de los indicadores en ciertas áreas específicas cubiertas en el informe del Banco Mundial *Doing Business 2017*. También se extraen conclusiones similares de otros indicadores (por ejemplo, los indicadores de regulación sectorial de la OCDE o los indicadores de competitividad global del Foro Económico Mundial).

promedio, una duración ligeramente inferior a dos años en la zona del euro, tres veces más que la media de los tres países con mejores prácticas a escala mundial. Además, se tardan más de 600 días, en promedio, en hacer cumplir un contrato en la zona del euro, frente a solo unos 200 días en los tres países mejor clasificados del mundo. Además, las prácticas empresariales siguen variando considerablemente en los distintos países de la zona del euro. Por ejemplo, en Estonia se tarda menos de cuatro días en abrir una empresa, mientras que en Malta se necesita casi un mes (véase gráfico A). En Nueva Zelanda —el país mejor clasificado en esta área— se precisa de menos de un día. Al mismo tiempo, en la zona del euro es necesario realizar un promedio de cinco trámites para abrir una empresa (desde tres trámites en Bélgica, Estonia, Finlandia e Irlanda hasta nueve en Alemania y Malta) (véase gráfico B), mientras que en el país con los mejores resultados a escala global solo se requiere realizar un trámite.

### Gráfico A

Número de días necesarios para abrir una empresa



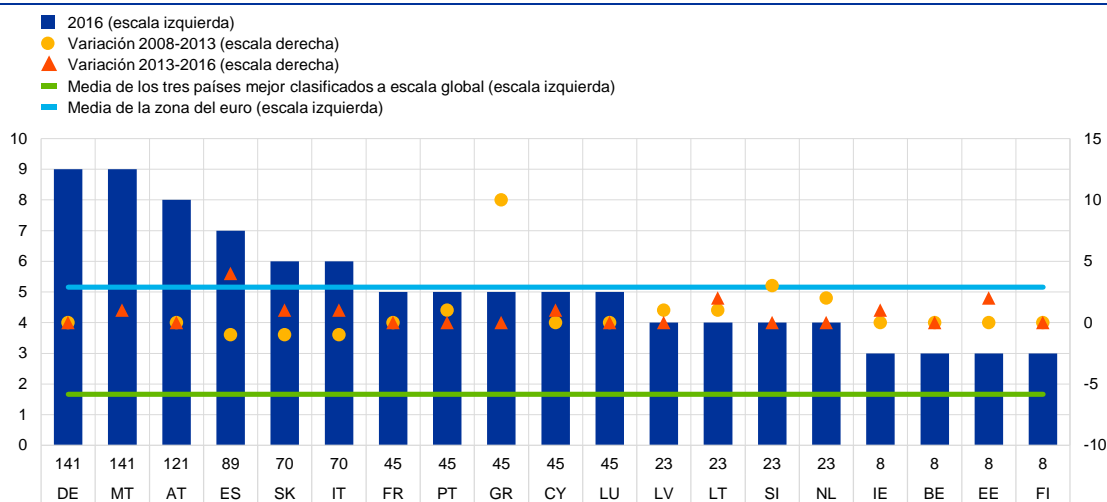
Fuentes: *Doing Business 2017*, Banco Mundial, y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta abrir una empresa, calculado en función del tiempo necesario para su apertura. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra la variación del número de días necesarios para abrir una empresa en los periodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta correspondiente a 2008.



## Gráfico B

### Número de trámites necesarios para abrir una empresa



Fuentes: *Doing Business 2017*, Banco Mundial, y cálculos del BCE.

Notas: En la escala izquierda, cuanto más elevado es el valor, más cuesta abrir una empresa, calculado en función del número de trámites necesarios para su apertura. A modo de medición de las reformas que se han implementado, en la escala derecha se muestra la variación del número de trámites necesarios para abrir una empresa en los periodos 2008-2013 (puntos amarillos) y 2013-2016 (triángulos rojos). Una variación en la aplicación de reformas superior (inferior) a cero significa que un país se está acercando a (alejando de) las mejores prácticas. El número que figura en la parte inferior del gráfico indica la clasificación mundial actual del país. No se dispone de un valor para Malta correspondiente a 2008.

Las reformas para reforzar el entorno regulatorio y el Estado de derecho, mejorar la eficacia de la resolución de los préstamos dudosos y eliminar los obstáculos a la entrada y a la salida de empresas, junto con medidas para abordar la excesiva complejidad de los trámites administrativos y la ineficiencia de los marcos de insolvencia, deberían ocupar un lugar prioritario en la agenda de reformas de la zona del euro. Como se señala en el texto principal del informe, la implementación de reformas que favorezcan la actividad empresarial ha sido particularmente limitada en los últimos años, lo que hace necesario dar un impulso renovado a la aplicación de estas políticas<sup>37</sup>. Además de las diversas medidas para estimular la actividad reformadora en la zona del euro descritas en el texto principal, los análisis de comparación (*benchmarking*) también podrían favorecer la aplicación de reformas del entorno empresarial y de los mercados de productos. Los indicadores estructurales deben considerarse, fundamentalmente, ejemplos ilustrativos del entorno empresarial de un país determinado, pero también pueden ayudar a identificar las mejores prácticas y a definir objetivos, y son, por tanto, útiles para el proceso de *benchmarking*.

<sup>37</sup> Véase también «Indicadores estructurales del entorno empresarial en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2016.



## 2 Medidas de política monetaria para apoyar la recuperación de la zona del euro y un aumento de la inflación

### 2.1 Necesidad de nuevas medidas de política monetaria en 2016

#### El empeoramiento de las condiciones económicas y financieras hizo necesario un atento seguimiento a principios de año

Las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE en los últimos años han estado orientadas a apoyar la recuperación económica de la zona del euro y a situar de nuevo la inflación en niveles inferiores, aunque próximos al 2 %, a medio plazo. Estas medidas, que incluyen las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), el programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito, se han introducido en varias etapas y han demostrado ser muy eficaces para sostener la recuperación y evitar presiones desinflacionistas. No obstante, las dificultades experimentadas a lo largo de 2016 retrasaron la convergencia de la inflación hacia niveles acordes con el objetivo del Consejo de Gobierno, y se hizo necesaria la adopción de nuevas medidas de política monetaria a lo largo del año.

A principios de 2016, las condiciones económicas y financieras se deterioraron en un contexto de mayor incertidumbre, de riesgos geopolíticos y de volatilidad más pronunciada en los mercados financieros y de materias primas. En particular, la preocupación en torno a la dirección que seguiría la economía mundial se acrecentó como consecuencia de la desaceleración que registraron las economías emergentes, especialmente China. Además, la evolución de la inflación continuó siendo más débil de lo esperado, debido principalmente a la acusada caída que volvieron a experimentar los precios del petróleo y al reducido crecimiento de los salarios. Esto, junto con la disminución de las expectativas de inflación a corto y medio plazo, señalaba un aumento de los riesgos de que se produjeran efectos de segunda vuelta, ya que cabía la posibilidad de que las débiles expectativas de inflación llevaran a las instituciones responsables de fijar los salarios a retrasar las subidas salariales.

En estas circunstancias, en enero, el Consejo de Gobierno confirmó su política de *forward guidance* subrayando que esperaba que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superaría con creces el horizonte de las compras netas de activos. Además, dada la incertidumbre existente en torno a la intensidad y la duración de los factores adversos, el Consejo de Gobierno consideró que sería necesario revisar, y posiblemente reconsiderar, la orientación de la política monetaria en la reunión de política monetaria de marzo de 2016, cuando dispusiera de más información, incluidas las nuevas proyecciones elaboradas por los expertos.

En el primer trimestre se observó un empeoramiento de las perspectivas de un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con el objetivo del Consejo de

Gobierno de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas, al 2 % a medio plazo. En concreto, las condiciones financieras se endurecieron, especialmente en los mercados de renta variable y de divisas, con el riesgo de hacer más restrictivas las condiciones de financiación de la economía real. Asimismo, la nueva información disponible indicaba que la recuperación económica había perdido impulso y que la inflación había vuelto a descender hasta situarse en terreno negativo. Aunque gran parte de este descenso tuvo su origen en la caída de los precios del petróleo, las presiones inflacionistas subyacentes también fueron más débiles de lo previsto anteriormente. Las expectativas de inflación a medio plazo basadas en indicadores de mercado también disminuyeron, incrementando en mayor medida los riesgos de que se produjeran efectos de segunda vuelta. Las proyecciones de inflación de marzo elaboradas por los expertos del BCE se revisaron sustancialmente a la baja, lo que supuso otro aplazamiento de la fecha en la que se preveía que la inflación volvería a situarse en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %, el objetivo del Consejo de Gobierno.

### Unas perspectivas más sombrías hicieron necesaria una respuesta contundente de la política monetaria en marzo

Con este trasfondo, había razones fundadas para que el Consejo de Gobierno reconsiderara la orientación de su política monetaria y proporcionara un importante estímulo monetario adicional para contrarrestar el aumento de los riesgos para el objetivo de estabilidad de precios del BCE. En consecuencia, el Consejo de Gobierno introdujo un amplio conjunto de medidas de política monetaria en marzo de 2016.

En su reunión de marzo, el Consejo de Gobierno adoptó las siguientes decisiones: i) reducir los tipos de interés oficiales y, en particular, recortar el tipo aplicable a la facilidad de depósito hasta el  $-0,40\%$ <sup>38</sup>; ii) ampliar a 80 mm de euros las compras mensuales en el marco del APP a partir de abril de 2016 e incrementar los límites por emisor y por emisión para las adquisiciones de determinados tipos de valores; iii) incluir un nuevo programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) en el APP, para adquirir bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no bancarias establecidas en la zona del euro, y iv) poner en marcha, a partir de junio de 2016, una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II), con un plazo de vencimiento de cuatro años. Además, el Consejo de Gobierno continuó con su política de *forward guidance*, aclarando que esperaba que los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieran en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado, que superaría con creces el horizonte de las compras netas de activos, y reiteró que las compras continuarían efectuándose hasta el final de marzo de 2017, o hasta una fecha posterior, si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno

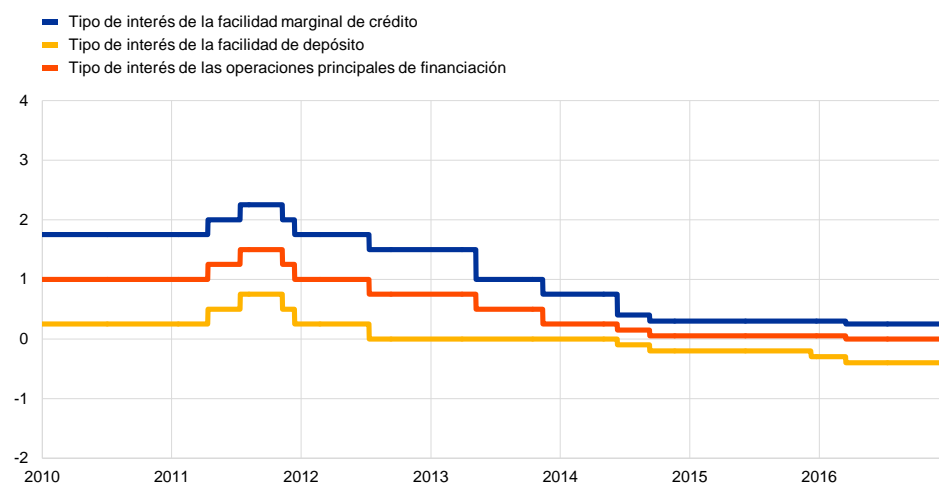
<sup>38</sup> El Consejo de Gobierno también decidió recortar en 5 puntos básicos los tipos de interés de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito (hasta el 0 % y el 0,25 %, respectivamente).

observara un ajuste sostenido de la senda de inflación compatible con su objetivo de inflación.

El objetivo de este amplio conjunto de medidas era relajar en mayor medida las condiciones de financiación del sector privado y estimular la oferta de crédito a dicho sector, intensificando así el ritmo de recuperación de la zona del euro y acelerando el retorno de la inflación a los niveles deseados. Las medidas también contribuyeron a mitigar las presiones observadas en el mercado financiero en los meses anteriores del año y a evitar que afectaran negativamente a la transmisión de la orientación acomodaticia de la política monetaria (véase la sección 2.2 del capítulo 1). La reducción del tipo de interés de la facilidad de depósitos tenía por objeto conseguir una relajación adicional de las condiciones crediticias (véase gráfico 23) y, con ello, incentivar a que las entidades de crédito con una liquidez superior a las exigencias de reservas mínimas la utilizaran para comprar otros activos o conceder más préstamos a la economía real. De este modo, el tipo de interés negativo de la facilidad de depósitos reforzó el APP intensificando los efectos de recomposición de carteras.

### Gráfico 23 Tipos de interés oficiales del BCE

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al 7 de diciembre de 2016.

Las TLTRO-II se concibieron con el objetivo de ser un elemento importante del fomento y de la creación de crédito, al impulsar la transmisión de la política monetaria a través del canal del crédito bancario. Aunque el tipo de interés máximo fijado era igual al tipo de las operaciones principales de financiación vigente en el momento de la adjudicación, el tipo de interés aplicado podía ser tan bajo como el tipo de la facilidad de depósitos si los préstamos de una entidad concreta superaban su valor de referencia predeterminado<sup>39</sup>.

<sup>39</sup> A diferencia de la primera serie de operaciones TLTRO, en las TLTRO-II no se introdujo ninguna obligación de reembolso anticipado. Para más detalles, véase el Anexo I de la [Decisión \(UE\) 2016/810](#) y la [nota de prensa](#) sobre las TLTRO-II de 10 de marzo de 2016.

La introducción del CSPP reforzó adicionalmente la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a la economía real. Para beneficiar al mayor número posible de empresas y sectores, se estableció un conjunto amplio de activos admisibles<sup>40</sup>. En principio, las compras en el marco del CSPP podían efectuarse tanto en los mercados primarios como en los secundarios<sup>41</sup>.

## La zona del euro mostró capacidad de resistencia en la segunda mitad de 2016, aunque la inflación subyacente siguió siendo débil

El paquete de medidas acordado en marzo de 2016, junto con el importante estímulo monetario ya existente, fue esencial para que la economía de la zona del euro resistiera en un entorno de incertidumbre global y política. Tras conocerse el resultado del referéndum sobre la pertenencia a la UE celebrado en el Reino Unido a mediados de 2016, la volatilidad en los mercados financieros aumentó inicialmente, pero, en general, mostraron una alentadora capacidad de resistencia y recuperaron la calma con bastante rapidez. El hecho de que bancos centrales de todo el mundo estuvieran preparados para proporcionar liquidez en caso necesario, junto con un estricto marco de regulación y de supervisión para las entidades de crédito de la zona del euro y la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, contribuyó a esta capacidad de resistencia.

Al mismo tiempo, el posible impacto futuro del resultado del referéndum del Reino Unido y otras incertidumbres de carácter geopolítico imperantes, junto con las débiles perspectivas de crecimiento en las economías emergentes, continuaron lastrando la demanda exterior y, en un principio, se consideró que planteaban riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro en la segunda mitad del año. Esta percepción también quedó reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016, en las que la previsión de crecimiento de la zona se revisó ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de junio. Además, las presiones inflacionistas subyacentes continuaron sin indicar una tendencia al alza clara y siguieron constituyendo un motivo de preocupación. En particular, las perspectivas de crecimiento y de inflación en la zona del euro continuaron estando supeditadas a la existencia de unas condiciones de financiación muy favorables, que en gran medida reflejaban la orientación acomodaticia de la política monetaria.

Por ello, en otoño, el Consejo de Gobierno continuó realizando un seguimiento muy atento de la evolución económica y de los mercados financieros y reiteró su compromiso de mantener el grado muy considerable de estímulo monetario necesario para lograr una convergencia sostenida de las tasas de inflación hacia niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Además, con el fin de reforzar su disposición y capacidad para actuar en caso necesario, el Consejo de

<sup>40</sup> El sistema de activos de garantía del Eurosistema es la base para determinar qué bonos corporativos son admisibles para ser adquiridos en el marco del CSPP, junto con definiciones específicas de las empresas no bancarias. Para más detalles, véase la [Decisión \(UE\) 2016/948](#).

<sup>41</sup> En el CSPP se introdujeron varias salvaguardias relativas a la prohibición de la financiación monetaria. Por ejemplo, en el caso de instrumentos de deuda emitidos por entidades que tengan la condición de empresa pública, las compras se limitaron únicamente al mercado secundario.

Gobierno encomendó a los comités del Eurosistema pertinentes la tarea de estudiar opciones para garantizar la correcta ejecución del APP hasta marzo de 2017, o hasta una fecha posterior, si fuera preciso.

Hacia finales de año, la recuperación de la zona del euro continuó mostrando capacidad de resistencia ante las incertidumbres imperantes, favorecida por la continua e intensa transmisión de las medidas de política monetaria a la economía real de la zona. La recuperación avanzó a un ritmo moderado pero cada vez más firme, fundamentalmente como resultado del fortalecimiento de la demanda interna, del crecimiento de la renta disponible real, de la creación sostenida de empleo y de unas condiciones de financiación aún muy favorables. La inflación también repuntó como consecuencia de las subidas de los precios de la energía y se preveía que seguiría recuperándose.

### El paquete de medidas adoptado en diciembre tenía por objeto preservar el grado muy considerable de acomodación monetaria

El escenario de una tendencia gradual al alza de la inflación seguía sustentándose, en buena medida, en el apoyo de la política monetaria acomodaticia. Habida cuenta de la prolongada debilidad de la inflación subyacente, se llegó a la conclusión de que era improbable lograr una convergencia sostenida de la inflación hacia los niveles deseados con la suficiente certeza. En estas circunstancias, se consideró necesario preservar el grado muy considerable de acomodación monetaria con posterioridad a marzo de 2017.

Por consiguiente, en su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno decidió: i) ampliar el horizonte de las compras netas de activos más allá de marzo de 2017 anunciando la continuación del APP —junto con la reinversión de los valores que fueran venciendo<sup>42</sup>— a un ritmo de 60 mm de euros mensuales desde abril de 2017 hasta el final de diciembre de ese año, 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 compatible con su objetivo de inflación, y ii) ajustar los parámetros del APP a partir de enero de 2017 para garantizar que continuara ejecutándose de manera fluida, reduciendo de dos años a un año la vida residual mínima de los valores admisibles en el marco del programa de compras de valores públicos, y permitiendo adquirir valores con rendimientos inferiores al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE en la medida en que sea necesario<sup>43</sup>. Los tipos de interés oficiales del BCE se mantuvieron sin variación y el Consejo de Gobierno seguía esperando que permanecieran en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado que superaría con creces el horizonte de las compras netas de activos. Además, el Consejo de Gobierno reiteró su compromiso de realizar un atento seguimiento de la evolución de las perspectivas de estabilidad de precios y, si fuera

<sup>42</sup> En diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del APP a medida que fueran venciendo, y durante el tiempo que fuera necesario. Véase el [Comunicado preliminar](#) de la conferencia de prensa del BCE de diciembre de 2015.

<sup>43</sup> Al mismo tiempo, se introdujeron cambios en el sistema de préstamo de valores con el fin de aumentar su eficacia. Véase la [nota de prensa](#) de 8 de diciembre de 2016.

necesario para lograr su objetivo, de actuar utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato. En concreto, el Consejo de Gobierno subrayó que ampliaría el volumen y/o la duración del programa si, mientras tanto, las perspectivas pasaran a ser menos favorables, o si las condiciones financieras llegaran a ser incompatibles con nuevos avances hacia la consecución de un ajuste sostenido de la senda de inflación.

Estas decisiones tenían como objetivo garantizar que las condiciones financieras de la zona del euro continuaran siendo muy favorables, lo que seguía siendo esencial para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios del BCE. En particular, la ampliación del horizonte de las compras en el marco del APP pretendía asegurar un apoyo más sostenido a las condiciones de financiación y, por lo tanto, una transmisión más duradera de las medidas de estímulo con el fin de afianzar la moderada, aunque cada vez más firme, recuperación. Al mismo tiempo, la presencia más sostenida en el tiempo del Eurosistema en los mercados trataba de proporcionar una referencia de estabilidad en un entorno de mayor incertidumbre debido, entre otras cosas, a la preocupación derivada de las posibles consecuencias a largo plazo del referéndum celebrado en el Reino Unido y a las posibles implicaciones de las elecciones presidenciales en Estados Unidos. La reducción del ritmo de compras mensuales fue consecuencia de la nueva valoración de los riesgos realizada por el Consejo de Gobierno, según la cual la confianza en el comportamiento general de la economía de la zona del euro había aumentado al tiempo que los riesgos de deflación habían desaparecido en gran medida. En general, la decisión trataba de proteger las condiciones financieras en la zona del euro y permitir que la recuperación se afianzara y se fortaleciera, pese a las posibles perturbaciones externas o internas.

## Recuadro 5

### El impacto distributivo de la política monetaria

---

En los últimos años, el BCE ha adoptado diversas medidas de política monetaria para cumplir su objetivo de estabilidad de precios. El BCE ha reducido sus tipos de interés oficiales hasta situarlos en mínimos históricos y ha introducido nuevas medidas no convencionales, como las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y las compras de valores de los sectores público y privado, con el fin de proporcionar una orientación más acomodaticia a la política monetaria<sup>44</sup>. Estas medidas han mostrado ser muy eficaces para relajar las condiciones financieras generales y sostener las perspectivas de actividad económica real y de inflación en la zona del euro. Al igual que cada una de las medidas de política monetaria «convencionales», las medidas adoptadas en los últimos años han afectado a los distintos tipos de interés de mercado y precios de los activos. Aunque estos efectos benefician a la economía en su conjunto a través de su impacto en la creación de empleo, los posibles beneficios de los cambios en las variables financieras pueden distribuirse de forma desigual entre los diferentes sectores económicos y personas. Este recuadro trata de clarificar los efectos distributivos de las medidas de política monetaria aplicadas por el BCE en los últimos años, empezando por los canales financieros

---

<sup>44</sup> Para más información sobre los factores fundamentales que determinan los bajos niveles de los tipos de interés, véase el recuadro titulado «¿Por qué los tipos de interés se encuentran en niveles tan bajos?», *Informe Anual*, BCE, 2015.

directos antes de considerar los efectos más indirectos sobre el crecimiento y el mercado de trabajo<sup>45</sup>.

En primer lugar, la política monetaria tiene efectos distributivos a través de los canales financieros, que afectan tanto a los ingresos financieros como a la riqueza. Cuando el banco central recorta los tipos de interés oficiales o compra activos y, por consiguiente, provoca una disminución de los tipos de interés en los distintos mercados y plazos de vencimiento, inevitablemente se produce una redistribución de los ingresos financieros entre los distintos sectores y hogares en función de su posición financiera neta, es decir, de si son ahorradores o deudores netos. Por ello, el análisis de las variaciones registradas en los ingresos netos por intereses en los últimos años puede aportar información relevante sobre el impacto distributivo de los bajos tipos de interés, ya que es el componente de los ingresos financieros que se ve afectado más directamente por la política monetaria. El efecto de la reducción de los tipos de interés en los ingresos netos por intereses (es decir, intereses recibidos menos intereses pagados) puede estimarse a partir de la evolución de los rendimientos de los saldos de los activos y pasivos durante la crisis. En la zona del euro en su conjunto, las instituciones financieras obtuvieron, en general, menos ingresos por intereses durante el período comprendido entre el segundo trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2016, mientras que las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas vieron reducidos sus gastos netos por intereses (véase gráfico A)<sup>46</sup>. Aunque suele pensarse que el sector hogares ha experimentado grandes pérdidas dada su posición de ahorrador neto, en realidad, sus ingresos netos por intereses solo han registrado una ligera pérdida. A efectos de comparación, en el gráfico A también se presentan las variaciones de los ingresos netos por intereses desde 2008 y se muestra que los principales efectos ya se habían producido antes de la introducción de los tipos de interés negativos en la facilidad de depósito del BCE en junio de 2014 y del inicio de las compras de valores del sector público en marzo de 2015.

Estos agregados sectoriales ocultan una amplia dispersión de los efectos entre los distintos hogares. Medir los efectos individuales no es una tarea sencilla, pero pueden hacerse algunas inferencias a partir de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*). Hasta ahora, la encuesta se ha realizado dos veces, en 2010 y en 2014, brindando la oportunidad de analizar cómo se han redistribuido los ingresos financieros netos entre los diferentes hogares a medida que han caído los tipos de interés<sup>47</sup>. En la zona del euro en su conjunto, los ingresos financieros netos en porcentaje de los ingresos totales de los hogares descendieron ligeramente, lo que es acorde con los datos por sectores que se presentan en el gráfico A. Sin embargo, tras esta evolución subyace un impacto distributivo progresivo entre los hogares. La situación de los hogares con menos riqueza neta prácticamente no varió, al haber disminuido tanto sus pagos de deuda como sus ingresos de inversiones financieras, mientras que los hogares más ricos fueron los que más perdieron, ya que sus activos financieros son mucho más elevados que su deuda (véase gráfico B).

---

<sup>45</sup> Véase también el discurso de Mario Draghi titulado «Stability, equity and monetary policy», 2nd DIW Europe Lecture, German Institute for Economic Research (DIW), Berlín, 25 de octubre de 2016.

<sup>46</sup> Los cambios en los tipos de interés se transmiten a distinta velocidad, dependiendo del plazo de vencimiento del activo o del pasivo. Los cálculos se basan en los flujos efectivos de intereses obtenidos de las cuentas sectoriales, que implícitamente reflejan la estructura de vencimientos de los balances sectoriales.

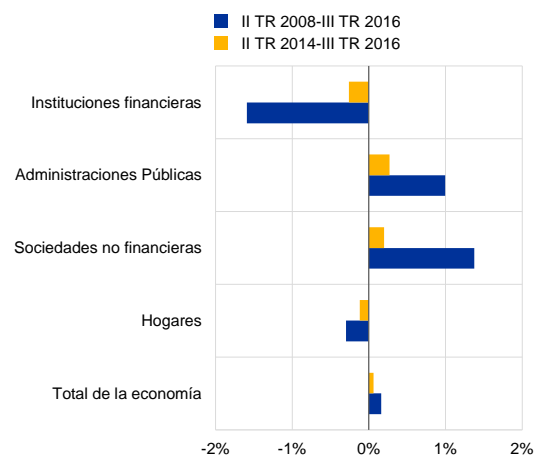
<sup>47</sup> Los ingresos financieros netos de los hogares son los ingresos procedentes de inversiones financieras (intereses y dividendos) menos los pagos totales de deuda.



## Gráfico A

### Variación sectorial de los ingresos netos por intereses

(en porcentaje del PIB)



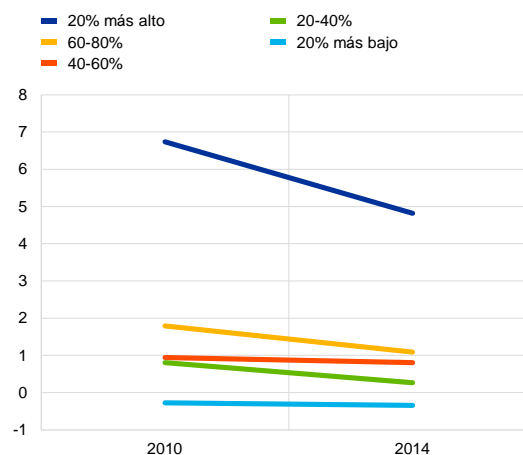
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico refleja las variaciones de la media móvil de cuatro trimestres de los ingresos netos por intereses entre el segundo trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2016, así como entre el segundo trimestre de 2014 y el tercer trimestre de 2016. Para excluir el impacto de las variaciones de los saldos de activos/pasivos en los ingresos netos por intereses, las variaciones se calculan aplicando las tasas de rentabilidad de los activos y pasivos a sus saldos nominales en el primer trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2014, respectivamente. Las variaciones de los ingresos netos por intereses se expresan en porcentaje del PIB, fijado éste en los puntos de partida respectivos. Los pagos/ingresos por intereses se muestran tras la distribución de los SIFMI (servicios de intermediación financiera medidos indirectamente).

## Gráfico B

### Ingresos netos por intereses de los hogares

(en porcentaje de los ingresos brutos)



Fuente: Encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares del Eurosistema (2010 y 2014).

Notas: Los rangos porcentuales indican categorías de riqueza neta, por ejemplo, 20 % más bajo = la quinta parte de los hogares con menos riqueza neta. Los flujos financieros netos se calculan como los ingresos procedentes de inversiones financieras menos los pagos totales de deuda. Los porcentajes se calculan como la suma de los flujos financieros netos de los hogares en cada categoría de riqueza neta dividida por la suma de los ingresos de todos los hogares en la categoría de riqueza neta correspondiente.

Las consecuencias distributivas de la política monetaria dependen asimismo del segundo canal financiero: los efectos riqueza. La encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares también arroja algo de luz sobre estos efectos. Los hogares de la zona del euro que tienen activos financieros, como valores de renta variable y de renta fija, están muy concentrados en el extremo superior de la distribución de la riqueza neta. Por lo tanto, solo una parte bastante reducida de la población obtiene ganancias de capital en los mercados de renta variable y de renta fija, y tres cuartas partes no obtienen beneficio alguno. La vivienda en propiedad, por el contrario, está distribuida de forma más uniforme entre los distintos grupos de riqueza. Por consiguiente, el hogar mediano se ha beneficiado de las subidas del precio de la vivienda <sup>48</sup>.

El período más relevante para analizar los efectos riqueza es el transcurrido desde mediados de 2014, ya que se considera que son principalmente las compras de activos las que generan inflación de los precios de los activos. Puede obtenerse información sobre los efectos riqueza absolutos y relativos en los diferentes niveles de riqueza durante este período calculando cómo habría evolucionado el *stock* de riqueza mantenido a mediados de 2014 (últimos datos disponibles) si solo se hubiera visto afectado por las variaciones que han experimentado desde entonces los

<sup>48</sup> Véase K. Adam y P. Tzamourani, «Distributional consequences of asset price inflation in the euro area», *European Economic Review*, vol. 89, 2016, pp. 172-192.

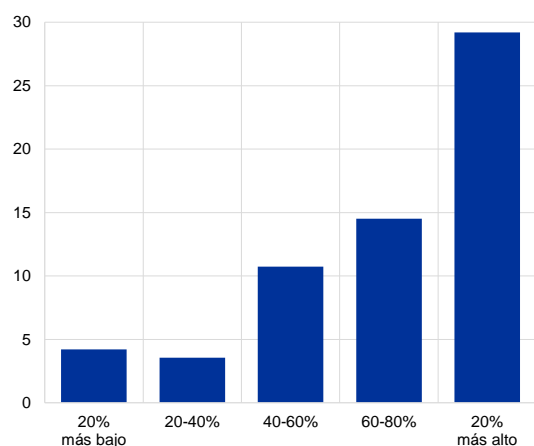


precios de los valores de renta variable, de renta fija y de la vivienda<sup>49</sup>. En la zona del euro se ha producido una ganancia absoluta: los hogares de todos los niveles de riqueza han registrado un aumento de la riqueza en porcentaje de su renta media. Esto se debe a que los precios de la vivienda de la zona se incrementaron durante el período considerado, mientras que, en promedio, los precios de los valores de renta fija subieron moderadamente y los de los valores de renta variable de hecho descendieron. No obstante, en términos relativos, los hogares más ricos se beneficiaron más que los hogares con rentas más bajas (véase gráfico C).

### Gráfico C

#### Variación estimada de la riqueza neta de los hogares

(variación en puntos porcentuales de la riqueza neta media en porcentaje de la renta bruta media en esa categoría de riqueza, II TR 2014-II TR 2016)



Fuentes: Simulaciones del BCE y Encuesta del Eurosystema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares.

Nota: Los rangos porcentuales indican categorías de riqueza neta, por ejemplo, 20 % más bajo = la quinta parte de los hogares con menos riqueza neta.

monetaria a la recuperación, se puede observar que, desde junio de 2014, las medidas del BCE han provocado una convergencia a la baja de los tipos de interés del crédito bancario y una tendencia al alza de los volúmenes de crédito. Esta evolución ha tenido su origen, en parte, en la reversión de la fragmentación financiera observada en 2011-2012. También refleja un segundo factor: las medidas del BCE han contribuido a romper un círculo vicioso entre los tipos de interés del crédito bancario, los resultados macroeconómicos y las percepciones del riesgo de crédito en los países vulnerables. Las medidas de expansión crediticia han ayudado a revertir un efecto distributivo negativo en términos de acceso a la financiación, y esto se está trasladando ahora a la demanda agregada.

A medida que la economía se ha fortalecido, la tasa de desempleo ha disminuido. Las mejoras de las condiciones financieras observadas como resultado de la política monetaria del BCE están sustentando la concesión de crédito a los hogares y a las empresas, lo que impulsa el consumo (de bienes duraderos) y la inversión. Esto, a su vez, ha respaldado el crecimiento económico y el empleo (véase gráfico D). La creación de empleo debería beneficiar a los hogares con rentas más

Un análisis equilibrado de los efectos distributivos globales de la política monetaria también debe incluir sus efectos macroeconómicos. Aunque es posible que los bajos tipos de interés y los elevados precios de los activos no beneficien a todos los sectores e individuos, en el medio plazo se producen efectos distributivos positivos —como un aumento de la demanda agregada, una disminución del desempleo y una contribución a la estabilidad de precios— que tienden a reducir la desigualdad.

Desde la introducción del paquete de medidas de expansión crediticia del BCE en junio de 2014, la recuperación de la zona del euro ha sido más generalizada y ha estado impulsada por la demanda interna. Esto no sucedió durante la recuperación de 2009-2011, que en gran medida se sustentó en la demanda exterior neta (véase el gráfico A del recuadro 2). Aunque es difícil precisar la contribución exacta de la política

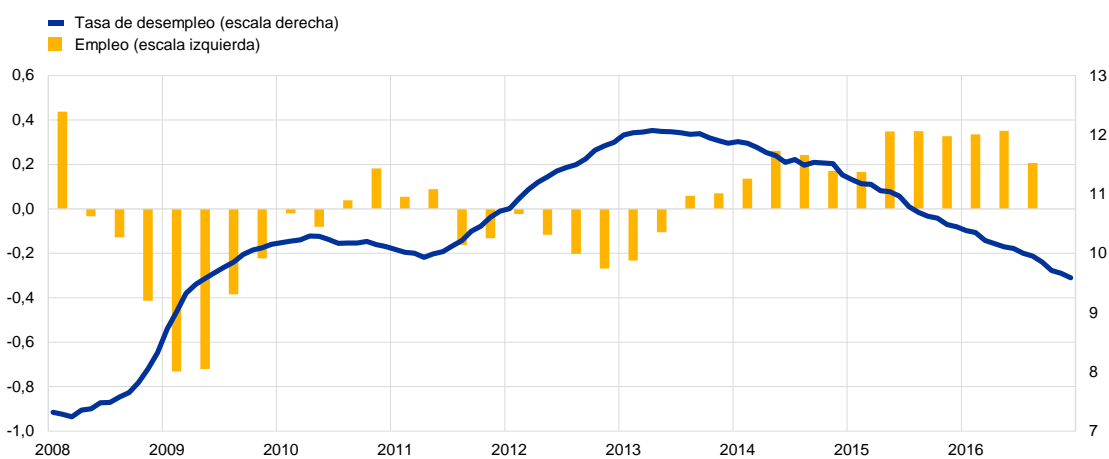
<sup>49</sup> En la simulación se supone que las variaciones de los componentes de la riqueza entre mediados de 2014 y mediados de 2016 están impulsadas por la evolución de los precios de la vivienda, de los valores de renta variable y de los valores de renta fija en cada país. A continuación se obtienen las repercusiones para las variaciones de la riqueza neta de los hogares individuales, que dependen de la proporción de cada activo que tiene cada hogar.

bajas, en particular, ya que su situación laboral es la más sensible al estado de la economía. En cambio, este efecto distributivo favorece adicionalmente el crecimiento económico, ya que los hogares con ingresos más bajos tienden a mostrar una mayor propensión marginal a consumir. Ciertamente, durante el reciente período de fuerte crecimiento del empleo, la renta real disponible y el consumo también se incrementaron considerablemente (véase gráfico E).

### Gráfico D

#### Evolución del mercado de trabajo

[tasas de variación intertrimestral (empleo), porcentajes (desempleo)]



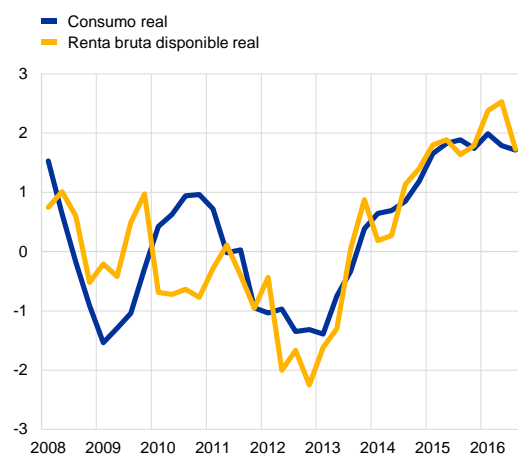
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016 (empleo) y a diciembre de 2016 (tasa de desempleo).

### Gráfico E

#### Consumo y renta bruta disponible real

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2016.

El BCE realiza un seguimiento de las consecuencias distributivas de su política monetaria porque afectan a su transmisión y, por tanto, a los ajustes de la senda de inflación. Sin embargo, abordar los efectos redistributivos no deseados no entra en el ámbito de la política monetaria dado su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. Los gobiernos pueden influir en la distribución de los ingresos y de la riqueza a través de sus políticas, principalmente mediante medidas fiscales específicas. Es esencial aplicar políticas estructurales y fiscales más contundentes que promuevan el crecimiento para complementar la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, con el fin de acelerar el retorno de la economía de la zona del euro al PIB potencial, y elevar la

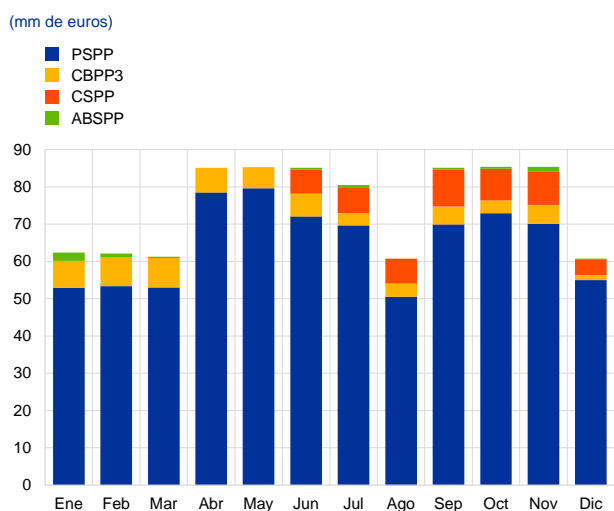
senda de crecimiento del producto potencial. Esto, a su vez, reduciría la carga sobre la política monetaria y permitiría volver a utilizar el conjunto de instrumentos convencionales, incluidos unos tipos de interés positivos.

## 2.2 La transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras y económicas

### Las amplias medidas de política monetaria del BCE continuaron siendo efectivas para proporcionar un grado considerable de acomodación

Las medidas de política monetaria puestas en marcha desde mediados de 2014, cuando el BCE introdujo por primera vez políticas generalizadas de relajación monetaria, entre ellas medidas de expansión crediticia, han sido un factor clave para apoyar la recuperación de la zona del euro. El amplio conjunto de medidas adoptadas —como las compras de activos, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y los bajos niveles de los tipos de interés oficiales— continúan transmitiéndose a la economía real. En consecuencia, las condiciones de financiación de los hogares y de las empresas se han relajado considerablemente y la creación de crédito se ha fortalecido, respaldando así el gasto agregado en toda la zona del euro.

**Gráfico 24**  
Compras mensuales en el marco del APP en 2016, por programa



Fuente: BCE.

Un grado sustancial de acomodación tuvo su origen en las compras netas realizadas en el contexto del programa de compra de activos (APP), que incluye compras de una amplia variedad de valores de los sectores público y privado en los cuatro programas que lo integran: el programa de compras de valores públicos (PSPP), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de compra de bonos corporativos (CSPP). La ejecución del APP continuó desarrollándose con fluidez en 2016. La flexibilidad proporcionada en el APP permitió que el promedio de las compras mensuales totales se mantuviera en niveles acordes con el objetivo fijado por el Consejo de Gobierno, esto es, compras por importe de 60 mm de euros al mes, en promedio, de enero a marzo de 2016, y de 80 mm de euros al mes para el resto del año. Sin embargo, el volumen de compras fue

algo más reducido en agosto y diciembre, meses que suelen caracterizarse por una menor liquidez en los mercados, y ligeramente mayor los demás meses. El porcentaje más elevado de las compras totales continuó correspondiendo, con diferencia, al PSPP (véase gráfico 24).

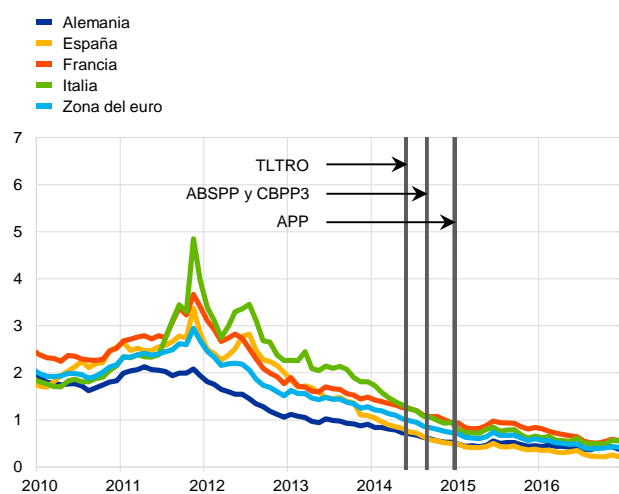
## La transmisión de las medidas del BCE a través de los mercados financieros y del sistema bancario continuó satisfactoriamente

El impacto de las medidas de política monetaria del BCE en los activos financieros de referencia ha sido sustancial. En particular, las compras de activos por parte del Eurosistema y el entorno de bajos tipos de interés han contribuido al marcado descenso que han experimentado los tipos de interés del mercado monetario y los rendimientos de la deuda soberana desde mediados de 2014<sup>50</sup>. La política monetaria del BCE también contribuyó a proteger, en cierta medida, las condiciones en los mercados de renta fija de la zona del euro del aumento de los rendimientos de la deuda pública en Estados Unidos a finales de 2016. Asimismo, las medidas del BCE han influido en la evolución de otros segmentos de los mercados financieros. Más concretamente, la recomposición de carteras y los efectos macroeconómicos positivos asociados al muy elevado grado de acomodación de la política monetaria pueden haber sustentado la recuperación de los precios de las acciones. En conjunto, el tipo de cambio efectivo nominal del euro cayó en 2016.

### Gráfico 25

#### 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.

Las medidas de política monetaria del BCE contribuyeron a una mejora significativa de las condiciones de financiación de las entidades de crédito de dos maneras. En primer lugar, los instrumentos de financiación de los bancos se encontraban entre las clases de activos que registraron una reducción sustancial de los rendimientos a medio y largo plazo. Esta evolución se vio favorecida por los efectos de recomposición de las carteras derivados de las compras de activos por parte del Eurosistema y por la escasez resultante del descenso de la emisión de valores de renta fija por las entidades de crédito, que en su lugar obtuvieron financiación en las TLTRO<sup>51</sup>. En consecuencia, el coste sintético de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda se redujo notablemente (véase gráfico 25). En segundo lugar, las entidades de crédito continuaron sustituyendo financiación de mercado a corto plazo, más cara, por financiación obtenida en las TLTRO (y, además, utilizaron la posibilidad de refinanciar las TLTRO-I con la

<sup>50</sup> Desde mediados de 2014, la media ponderada por el PIB de los rendimientos de la deuda pública a diez años de la zona del euro ha caído alrededor de 90 puntos básicos. Esta tendencia general a la baja se interrumpió hacia finales de 2016, cuando los rendimientos de la deuda soberana siguieron la tendencia alcista global en un entorno de mayor incertidumbre política.

<sup>51</sup> El 5 de junio de 2014 se anunció la realización de la primera serie de operaciones TLTRO (TLTRO-I) y el 10 de marzo de 2016 la segunda serie de TLTRO (TLTRO-II). Para más información sobre las TLTRO-I, véase la [nota de prensa](#), y para más información sobre las TLTRO-II, véase la sección 2.1 del capítulo 1.

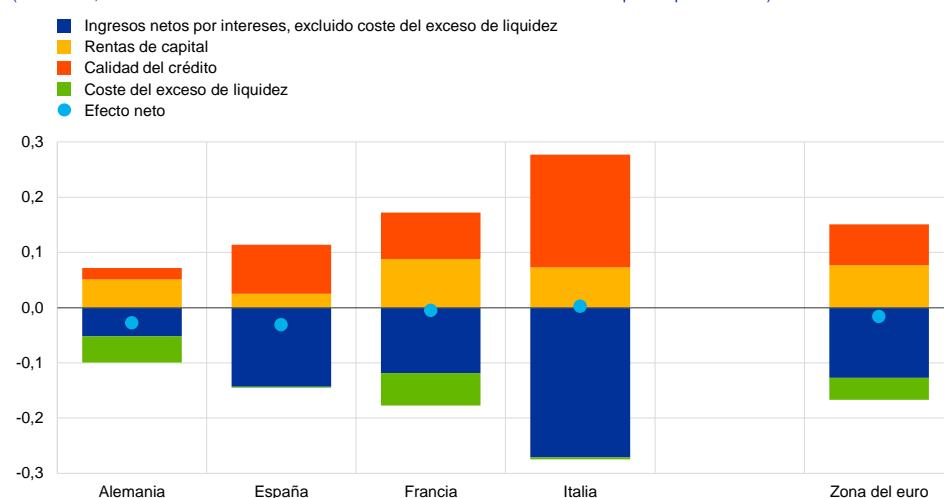
financiación más barata conseguida en las TLTRO-II)<sup>52</sup>. Tres de las cuatro operaciones TLTRO-II previstas se ejecutaron en 2016, mientras que la cuarta se llevará a cabo en marzo de 2017<sup>53</sup>. La financiación total obtenida hasta finales de 2016 ascendió a 506,7 mm de euros, alrededor del 43 % del préstamo que las entidades de crédito de la zona del euro podían obtener en las TLTRO-II.

El impacto global del APP y del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito sobre la rentabilidad de las entidades de crédito ha sido limitado, ya que, en gran medida, los efectos en distintos componentes de los ingresos de las entidades se compensan entre sí (véase gráfico 26). Por un lado, las dos medidas redujeron los tipos de interés de un amplio conjunto de activos financieros, estrecharon los márgenes de intereses y, por lo tanto, contribuyeron a la disminución de los ingresos netos por intereses. Por otro, los incrementos del valor de mercado de la deuda soberana en poder de entidades de crédito generaron rentas de capital. Además, los efectos positivos de las recientes medidas de política monetaria sobre las perspectivas económicas contribuyeron a un aumento de los volúmenes de préstamo y a una mejora de la calidad del crédito.

### Gráfico 26

#### Rentabilidad de las entidades de crédito, el programa APP y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito

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



Fuentes: Autoridad Bancaria Europea, BCE y estimaciones del BCE.

Notas: Las rentas de capital se basan en datos consolidados de 68 grupos bancarios de la zona del euro incluidos en la lista de entidades de crédito significativas directamente supervisadas por el BCE y en las pruebas de resistencia realizadas a escala de la UE en 2014. 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.

<sup>52</sup> En 2016, 333 mm de euros obtenidos en las TLTRO-I fueron sustituidos por fondos de las TLTRO-II. Se estima que las tres primeras operaciones TLTRO-II contribuyeron a una reducción del coste de la financiación en 11 puntos básicos.

<sup>53</sup> La liquidación de las operaciones TLTRO-II se programó para junio, septiembre y diciembre de 2016 y marzo de 2017. Por consiguiente, la última operación vencerá en marzo de 2021.

## Las empresas de la zona del euro se beneficiaron de la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE

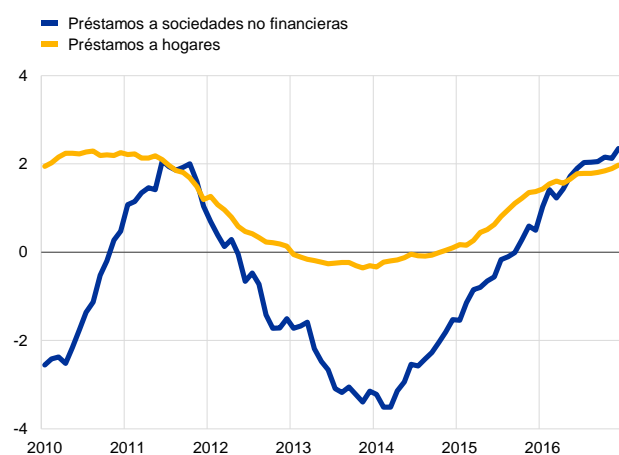
La transmisión del estímulo monetario a las condiciones del crédito bancario y a la creación de crédito ha sido notable. Desde junio de 2014, los tipos de interés han descendido de manera acusada en una amplia variedad de clases de activos y de mercados de crédito. En consecuencia, las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares de la zona del euro han sido más favorables. Por ejemplo, los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a empresas se redujeron más de 110 puntos básicos entre junio de 2014 y diciembre de 2016 (véase gráfico 19).

La relajación también se está dejando sentir en las pequeñas y medianas empresas (pymes) —la columna vertebral de la economía de la zona del euro— que tienen una fuerte dependencia del crédito bancario. Las condiciones aplicadas a los préstamos bancarios concedidos a las pymes han seguido mejorando: desde mayo de 2014, los tipos de interés de los préstamos bancarios de importe muy pequeño otorgados a empresas han descendido unos 180 puntos básicos. Además, en la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la zona del euro, las pymes continuaron señalando que el acceso al crédito había vuelto a mejorar y que los bancos mostraban una mayor disposición a conceder crédito a tipos de interés más bajos<sup>54</sup>. El nuevo crédito bancario concedido a las empresas sigue utilizándose principalmente para financiar proyectos de inversión, existencias y capital circulante.

### Gráfico 27

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

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



Fuente: BCE.

Las compras de activos por parte del Eurosistema y el entorno de tipos de interés bajos han incentivado a las entidades de crédito a conceder más préstamos, por ejemplo reduciendo el atractivo de invertir en valores con menor rentabilidad. Al mismo tiempo, la disminución del coste de las TLTRO-II para las entidades que participaran activamente en la concesión de crédito también animó a los bancos a otorgar más préstamos (ya que una entidad puede obtener financiación a un coste menor en las TLTRO-II si su volumen de crédito supera su valor de referencia). Esto favoreció una relajación de los criterios de aprobación del crédito y una mejora de las condiciones de los préstamos bancarios, como se indicó en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro<sup>55</sup>. En consecuencia, la recuperación gradual del crédito al sector privado de la zona del euro continuó en un contexto de aumento de la demanda de préstamos.

<sup>54</sup> Véase la encuesta [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area](#) – abril-septiembre de 2016, BCE, noviembre de 2016.

<sup>55</sup> Más concretamente, las entidades de crédito continuaron indicando que las TLTRO, el APP y el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito habían propiciado unas condiciones crediticias más favorables. La [encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2016](#) incluyó preguntas específicas sobre el impacto de las TLTRO. La [encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2016](#) incluyó preguntas específicas sobre el impacto del APP y del tipo de interés negativo de la facilidad de depósito en las condiciones y en los volúmenes de crédito.

Entre mayo de 2014 y diciembre de 2016, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó desde el -0,1 % hasta el 2 % y la de los préstamos a sociedades no financieras desde el -2,9 % hasta el 2,3 % (véase gráfico 27).

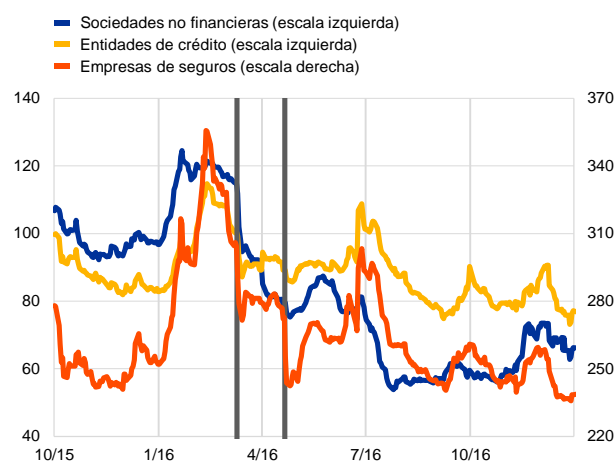
La evidencia inicial sobre la contribución del CSPP a la relajación de las condiciones de financiación de las empresas es alentadora. El anuncio de la puesta en marcha del CSPP el 10 de marzo de 2016 contribuyó en buena medida a la contracción en curso de los diferenciales entre los rendimientos de los bonos emitidos por las sociedades no financieras y un tipo de interés libre de riesgo (véase gráfico 28)<sup>56</sup>. Por otra parte, el CSPP contribuyó al aumento de la emisión de bonos corporativos denominados en euros durante el año (véase gráfico 29). Por último, como consecuencia de la recomposición de las carteras, la demanda de bonos no admitidos en el CSPP también creció y tuvo como respuesta un aumento de las emisiones. El CSPP también tuvo importantes efectos en las condiciones de financiación de las empresas, ya que las entidades de crédito, ante la sustitución de los préstamos bancarios por la emisión de bonos corporativos, informaron de mayores presiones competitivas y de una reducción más acusada de los márgenes de los préstamos concedidos a grandes empresas.

La ejecución del CSPP se llevó a cabo como se había previsto cuando se puso en marcha, con una amplia diversificación de las compras entre distintas calificaciones crediticias, sectores, países y emisores. A 31 de diciembre de 2016, el Eurosistema había adquirido bonos corporativos emitidos por 225 empresas no pertenecientes al sector bancario por importe de unos 51 mm de euros.

### Gráfico 28

#### Diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión

(puntos básicos)



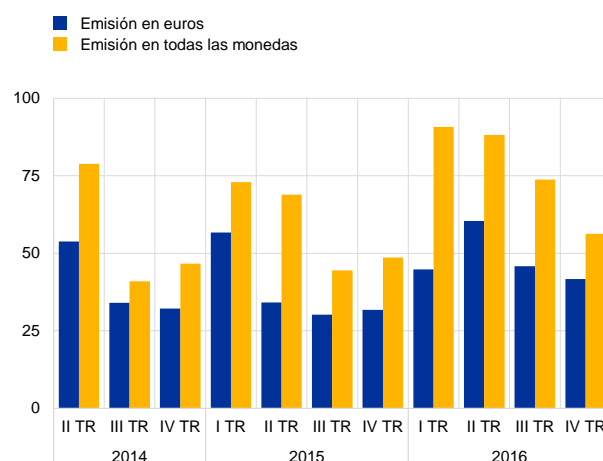
Fuentes: Markit y Bloomberg.

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. Los índices también incluyen bonos subordinados.

### Gráfico 29

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

(mm de euros)



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

<sup>56</sup> Estimaciones empíricas indican que la mayor parte de esta contracción se debió a la puesta en marcha del CSPP. Véase el recuadro titulado «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.



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 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.

## La política acomodaticia del BCE respaldó de forma significativa la evolución macroeconómica de la zona del euro

En conjunto, las medidas de política monetaria introducidas por el BCE desde junio de 2014 han tenido efectos macroeconómicos significativos. Sin estas medidas, la evolución del crecimiento y la de la inflación habrían sido sustancialmente más moderadas en 2016. En particular, el riesgo de deflación desapareció, a lo que contribuyeron las medidas del BCE.

### Recuadro 6

#### Tamaño y composición del balance del Eurosistema

---

Desde que se inició la crisis financiera en 2007-2008, el Eurosistema ha estado utilizando su balance para realizar una serie de actuaciones de política monetaria que, con el tiempo, han alterado su tamaño y su composición. Estas actuaciones incluyen operaciones para proporcionar financiación a las entidades de contrapartida y compras de activos en distintos segmentos del mercado destinadas a mejorar la transmisión de la política monetaria y relajar las condiciones de financiación en la zona del euro. Al final de 2016, el tamaño del balance del Eurosistema había alcanzado un máximo histórico de 3,7 billones de euros.

A principios de junio de 2014, antes del que el Consejo de Gobierno decidiera adoptar diversas medidas de política monetaria, los activos relacionados con operaciones de política monetaria representaban el 40 % de los activos totales del balance del Eurosistema. Estos activos incluían préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro, que constituían el 30 % de los activos totales (véase gráfico) y valores mantenidos con fines de política monetaria [activos adquiridos en el contexto del Programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés) y los primeros programas de adquisiciones de bonos garantizados], que suponían alrededor del 10 % de los activos totales. 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 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 de la prohibición de financiación monetaria y de la exigencia de no interferir en la política monetaria, establecidos en distintos textos legales<sup>57</sup>.

En cuanto al pasivo, los billetes en circulación —uno de los principales pasivos de un banco central— constituían aproximadamente el 44 % de los pasivos totales en junio de 2014. Las

---

<sup>57</sup> En concreto, la Orientación del BCE sobre las operaciones internas de gestión de activos y pasivos por los bancos centrales nacionales (BCE/2014/9) y el Acuerdo sobre Activos Financieros Netos (ANFA, en sus siglas en inglés).



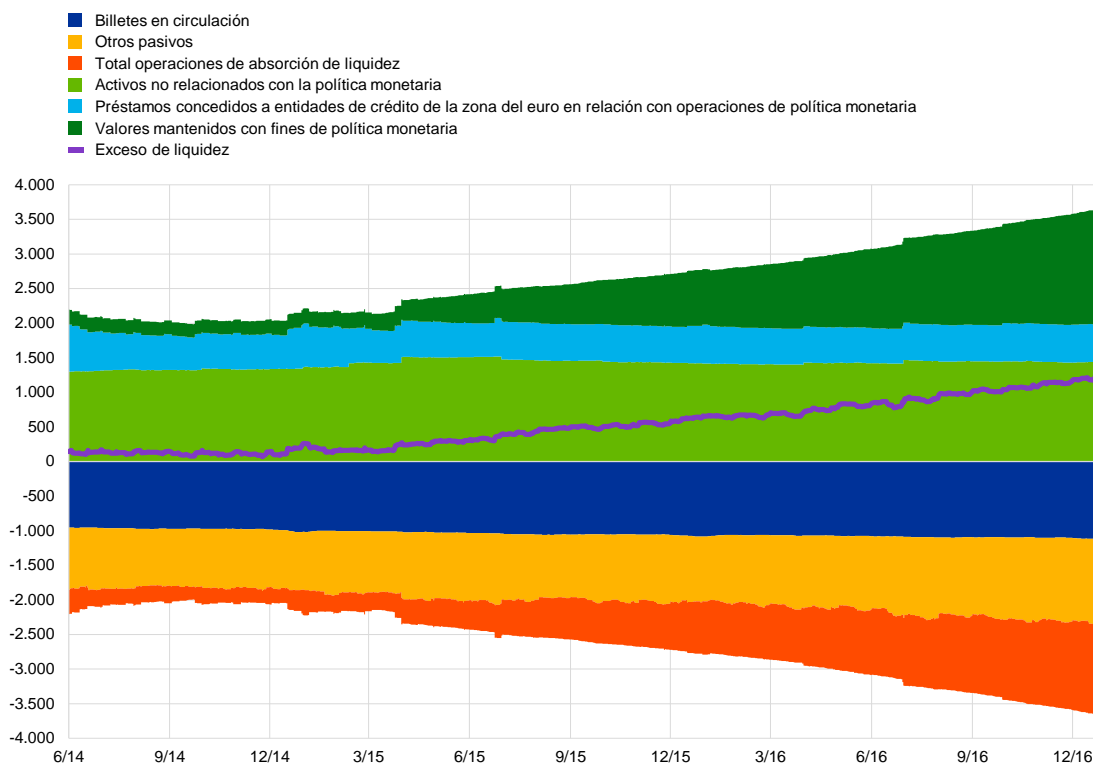
reservas de las entidades de contrapartida<sup>58</sup> representaban el 16 %, mientras que otros pasivos, incluidos el capital y las cuentas de revalorización, suponían el 40 %.

Las medidas de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno a partir de junio de 2014, en particular el programa ampliado de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés), que se puso en marcha el 9 de marzo de 2015, condujeron a la expansión del balance y a un cambio en su composición. Los instrumentos de política monetaria aumentaron hasta representar el 61 % de los activos al final de 2016, mientras que el volumen de otros activos financieros se mantuvo relativamente estable. En el pasivo, el principal impacto se observó en las reservas de las entidades de contrapartida, que se incrementaron en un billón de euros y representaban el 36 % del pasivo al final de 2016, mientras que los billetes en circulación disminuyeron en términos relativos hasta representar el 31 %.

## Gráfico

### 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 integran el APP. Además, publica mensualmente el desglose de las tenencias, según se hayan comprado en mercados

<sup>58</sup> Las reservas de las entidades de contrapartida incluyen los saldos en cuentas corrientes y en la facilidad de depósito mantenidos en los BCN y, durante el período en el que el Eurosistema llevó a cabo las operaciones, los depósitos a plazo fijo captados con fines de política monetaria.

primarios o secundarios, de los valores adquiridos en el contexto del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, en sus siglas en inglés), del programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, en sus siglas en inglés) y del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés), así como el desglose por país emisor, incluyendo el vencimiento medio ponderado, de los valores mantenidos al amparo del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés)<sup>59</sup>.

Al final de 2016, el PSPP constituía la parte más importante del APP, representando el 82 % del total de los valores mantenidos en el marco del APP. En el PSPP, la asignación de las compras en cada mercado nacional se determina en función de la clave del BCN correspondiente en el capital del BCE. Dentro de las cuotas individuales asignadas a cada uno, el BCE y los BCN 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 8,3 años al final de 2016, con algunas variaciones entre jurisdicciones. La duración de los activos adquiridos por el Eurosistema es importante por dos motivos: por un lado, permite que el Eurosistema absorba el riesgo de tipo de interés del mercado, 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 jurisdicciones de forma que refleje la composición del mercado de deuda soberana de la zona del euro. Como se [anunció](#) en diciembre de 2015, los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del APP se reinvertirán a medida que vayan venciendo, durante el tiempo que sea necesario, manteniendo constantes las tenencias de valores del APP más allá del horizonte de las compras netas de activos.

### **Evolución de las operaciones de financiación del Eurosistema**

El saldo vivo de las operaciones de financiación del Eurosistema se ha reducido en torno a 84 mm de euros desde principios de junio de 2014. En esos momentos, gran parte de la financiación proporcionada en las operaciones principales de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años seguía viva y estaba en proceso de reembolso. Desde entonces, el perfil de vencimientos de las operaciones de crédito del Eurosistema se ha alargado. El vencimiento medio ponderado aumentó de aproximadamente seis meses en junio de 2014 a tres años al final de 2016, principalmente como consecuencia de las dos series de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico con plazo de vencimiento inicial de hasta cuatro años.

---

<sup>59</sup> En el sitio web del BCE puede consultarse información sobre la evolución de los valores mantenidos en el marco del APP: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

### 3 El sector financiero europeo: mejora de la capacidad de resistencia en un entorno de baja rentabilidad

En 2016, el BCE identificó algunos riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro en su evaluación periódica de los riesgos emergentes y de la capacidad de resistencia del sistema financiero. No obstante, el nivel general de tensiones sistémicas en la zona del euro se mantuvo contenido. Aunque las instituciones financieras registraron con frecuencia una baja rentabilidad, en muchos casos mejoraron su capacidad de resistencia, por ejemplo, aumentando los niveles de capitalización.

2016 fue el segundo año completo en el que el BCE llevó a cabo sus funciones macro y microprudenciales tras el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) —que está integrado por el BCE y las autoridades nacionales competentes (ANC) de los países de la zona del euro— en noviembre de 2014. El BCE también participó en varias iniciativas importantes en materia de regulación y en las medidas destinadas a establecer el tercer pilar de la unión bancaria, a saber, un sistema europeo de garantía de depósitos.

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

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. Desempeña esta función junto con los bancos centrales del Eurosistema y del Sistema Europeo de Bancos Centrales. La aparición de posibles riesgos sistémicos en el sistema financiero se afronta con políticas macroprudenciales.

El BCE presenta su análisis de estabilidad financiera en su informe semestral titulado *Financial Stability Review*<sup>60</sup> y también presta apoyo analítico en esta materia a la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

#### Episodios de turbulencias en los mercados financieros internacionales en 2016 y preocupación en torno a las perspectivas de rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro

El nivel general de tensiones sistémicas en la zona del euro se mantuvo contenido durante 2016, pese a los breves episodios de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que incluyeron el deterioro del sentimiento de los mercados hacia principios de año, provocado por la volatilidad de las cotizaciones de las acciones chinas y la preocupación en torno a los mercados emergentes y, más avanzado el año, por la incertidumbre política que siguió a los resultados

<sup>60</sup> Véase [Financial Stability Review](#), BCE, mayo de 2016 y [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2016.

tanto del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su pertenencia a la UE como de las elecciones presidenciales en Estados Unidos. Las cotizaciones bancarias de la zona del euro registraron períodos de elevada volatilidad en 2016 que, en conjunto, contribuyeron a incrementar el coste estimado de los recursos propios. Una de las razones principales que explican esta volatilidad continuó siendo la preocupación de los mercados acerca de las perspectivas de rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro, en un entorno de reducido crecimiento y de bajos tipos de interés. Al mismo tiempo, el mantenimiento de la política monetaria acomodaticia y la atenuación de la inquietud de los mercados en relación con China frenaron los repuntes de tensiones sistémicas en la zona del euro, y los indicadores estándar de tensiones financieras, bancarias, y de la deuda soberana permanecieron en niveles bajos a finales de 2016 (véase gráfico 30).

### Gráfico 30

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 2011 – diciembre de 2016)










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 15 grupos bancarios grandes y complejos en un horizonte temporal de un año.

En este entorno, durante 2016 se identificaron cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la zona del euro (véase cuadro 2). La posibilidad de una reevaluación de los riesgos a escala mundial aumentó debido a la mayor incertidumbre política, a las vulnerabilidades de los mercados emergentes y a la valoración relativamente baja del riesgo en los mercados. Al mismo tiempo, los inversores continuaron incrementando los niveles de riesgo de sus carteras en el entorno de tipos de interés reducidos. En cuanto a los precios de los activos, los rendimientos de los valores de renta fija privada se mantuvieron en cotas bajas en 2016, mientras que algunos mercados bursátiles mostraron signos de estar sobrevalorados. También aparecieron las primeras señales de sobrevaloración de los inmuebles residenciales y comerciales en algunos países.

## Cuadro 2

### Principales riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro identificados en el *Financial Stability Review* de noviembre de 2016

		Nivel actual (color) y variación reciente (flecha)*
	Riesgos sistémico pronunciado	
	Riesgo sistémico medio	
	Riesgo sistémico potencial	
	Una reevaluación de los riesgos a escala mundial que provoque un contagio financiero, como consecuencia de la mayor incertidumbre política en las economías avanzadas y de la persistencia de fragilidades en los mercados emergentes	
	Una retroalimentación negativa entre la escasa rentabilidad bancaria y el bajo crecimiento nominal, en un contexto de dificultades para abordar los elevados niveles de préstamos dudosos en algunos países	
	Nuevas dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de los emisores soberanos y del sector privado no financiero, en un entorno de bajo crecimiento nominal, si las reformas a escala nacional y europea se estancan como consecuencia de la incertidumbre política	
	Posibles tensiones en el sector de fondos de inversión que intensifiquen los riesgos de liquidez y los efectos de contagio al sistema financiero en general	

Fuente: BCE.

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

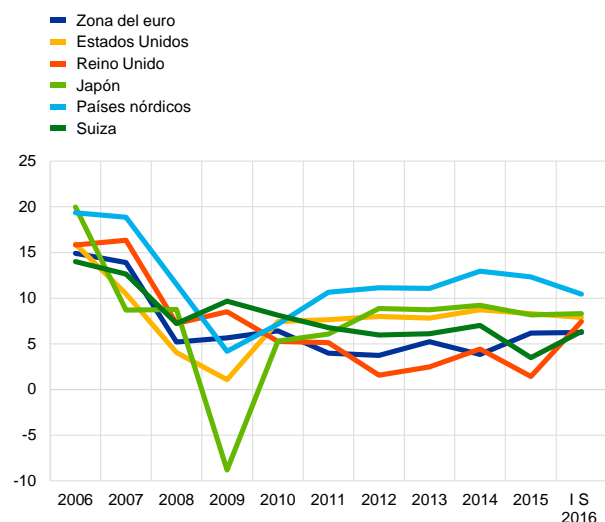
Otros retos importantes en 2016 fueron, en muchos sentidos, un legado de las crisis bancaria y de deuda soberana. El sector bancario de la zona del euro continuó siendo vulnerable, pese a su capacidad de resistencia frente a las tensiones de los mercados indicadas anteriormente. El débil crecimiento económico y el entorno asociado de bajos tipos de interés amenazaron las perspectivas de rentabilidad bancaria en las economías avanzadas (véase gráfico 31). A pesar de estos retos, las entidades de crédito han reforzado significativamente sus posiciones de capital en los últimos años (como también confirman los resultados de las pruebas de resistencia llevadas a cabo a escala de la UE en 2016 por la Autoridad Bancaria Europea).

En algunos países de la zona del euro, las perspectivas de rentabilidad también se vieron dificultadas por el exceso de capacidad estructural y por el ajuste, todavía incompleto, de los modelos de negocio al entorno de reducidos tipos de interés (véase recuadro 7).

### Gráfico 31

#### Mediana de la rentabilidad de los recursos propios de las entidades de crédito en las principales regiones económicas avanzadas

(2006-2016, porcentajes anuales)



Fuentes: SNL Financial y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de 2016 corresponden al primer semestre del año.

Asimismo, el volumen de préstamos dudosos (*non-performing loans*, NPL) se mantuvo elevado en algunos países de la zona del euro, lo que generó inquietud acerca de la rentabilidad futura de las entidades de crédito y la estabilidad financiera (véase recuadro 8). Además, el nivel de NPL siguió reduciéndose con lentitud. Desde el punto de vista de las entidades, ello se debió, entre otros motivos, a la falta de capacidad operativa adecuada y de experiencia de gestión de los NPL, a las restricciones de capital y a la baja rentabilidad. Adicionalmente, factores de carácter estructural, como una legislación de insolvencias ineficiente, cuellos de botella en los sistemas judiciales, falta de sistemas de resolución extrajudicial de conflictos, un mercado subdesarrollado de NPL, así como cuestiones contables y tributarias, impidieron la rápida reducción de los niveles de NPL<sup>61</sup>.

En 2016, los riesgos para la estabilidad financiera también procedieron de fuera del sector bancario. En primer lugar, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de los emisores soberanos y del sector no financiero se intensificaron. En segundo lugar, también aumentó la asunción de riesgos en el sector de fondos de inversión,

que está experimentando un rápido crecimiento. Aunque los fondos de inversión de la zona del euro mantuvieron su resistencia frente a las tensiones en los mercados, las salidas de algunos fondos inmobiliarios del Reino Unido tras el resultado del referéndum mostraron las vulnerabilidades de los fondos de inversión de capital variable (aquellos que pueden emitir una cantidad ilimitada de acciones, en los que los inversores pueden rescatar su inversión en cualquier momento). Los riesgos se vieron agravados por la falta de una perspectiva sistémica en la regulación del sector y la consiguiente dificultad para impedir la acumulación de riesgos en todo el sector.

Un análisis estructural del sector financiero de la zona del euro en su sentido amplio —que incluye las empresas de seguros y fondos de pensiones y las entidades que realizan actividades de banca en la sombra— confirmó que el sector financiero no bancario continuó creciendo en 2016<sup>62</sup>. Al mismo tiempo, el sector bancario siguió tendiendo hacia actividades más tradicionales en 2016. El cambio de la financiación otorgada por el banco central y por el sector mayorista hacia la financiación obtenida mediante depósitos se vio acompañado por una disminución del apalancamiento.

<sup>61</sup> Véase J. Fell, M. Grodzicki, R. Martin y E. O'Brien, «Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2016, Special Feature B.

<sup>62</sup> Véase *Report on Financial Structures*, BCE, octubre de 2016.

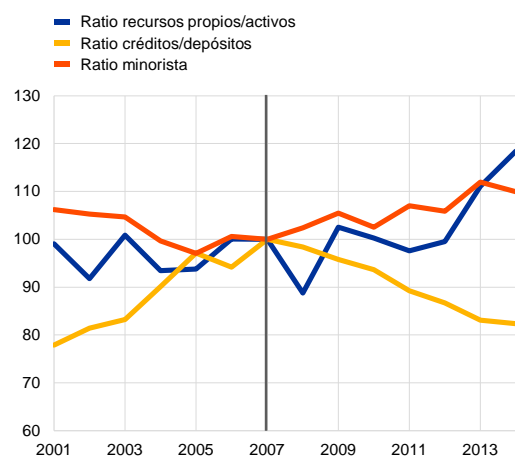
## Recuadro 7

### Diversidad de modelos de negocio de las entidades de crédito y ajuste al entorno de bajos tipos de interés

#### Gráfico A

Evolución de las características principales del modelo de negocio de los grupos bancarios significativos de la UE tras la crisis

(2001-2014; índice: 2007 = 100)



Fuentes: Bloomberg, SNL Financical y cálculos del BCE.

Notas: El índice se basa en la mediana de cada indicador. La ratio minorista se calcula como la relación entre los depósitos de clientes más los préstamos (netos) a la clientela y los activos totales.

El ajuste incompleto de los modelos de negocio bancario al entorno de bajos tipos de interés es un factor esencial que explica la reducida rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro. Antes de la crisis financiera, los beneficios de los bancos se vieron impulsados por el elevado apalancamiento, la barata financiación mayorista y la asunción de riesgos en el crédito inmobiliario o las operaciones de titulización. La crisis puso de manifiesto que algunas de estas estrategias no eran sostenibles e hizo que cambiaran tanto la regulación como la disposición de las entidades de crédito y de los inversores a asumir riesgos, lo que provocó una reconfiguración de los modelos de negocio bancario. Las entidades de crédito han reducido el tamaño de sus balances, reforzado su base de capital y recortado sus actividades de mayor riesgo en favor del negocio principal. En la zona del euro, el resultado de estas medidas ha sido, en conjunto, un desplazamiento hacia la actividad

de banca minorista más tradicional, en detrimento de las actividades de banca de inversión y banca mayorista (véase gráfico A)<sup>63</sup>.

A menudo se sugiere que mediante un ajuste adicional de los modelos de negocio dirigido a incrementar los ingresos por comisiones se podría sostener la rentabilidad bancaria en un entorno de bajo crecimiento y de tipos de interés reducidos. Sin embargo, un estudio más minucioso revela que el éxito de dicha estrategia dependería probablemente del modelo de negocio específico de cada entidad de crédito y, por consiguiente, del tipo de ingresos por comisiones que esté preparada para generar<sup>64</sup>.

Los modelos de negocio bancario pueden clasificarse en función del peso de las distintas actividades en los balances de las entidades de crédito. Un análisis llevado a cabo por el BCE sugiere que el tamaño de la entidad, las exposiciones frente a otros países y los perfiles de financiación son determinantes fundamentales de los modelos de negocio (véase gráfico B)<sup>65</sup>. También indica que categorías tales como bancos custodios, prestamistas minoristas, bancos universales, prestamistas especializados o sectoriales y grandes bancos internacionales, como las entidades de importancia

<sup>63</sup> Véase C. Kok, C. Moré y M. Petrescu, «Recent trends in euro area banks' business models and implications for banking sector stability», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2016, Special Feature C.

<sup>64</sup> Véase C. Kok, H. Mirza, H., C. Moré y C. Pancaro, «Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2016, Special Feature C.

<sup>65</sup> Véase F. Franch y D. Żochowski, «A statistical approach to classify euro area banks according to business model characteristics», *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2016, Special Feature C, recuadro 2.

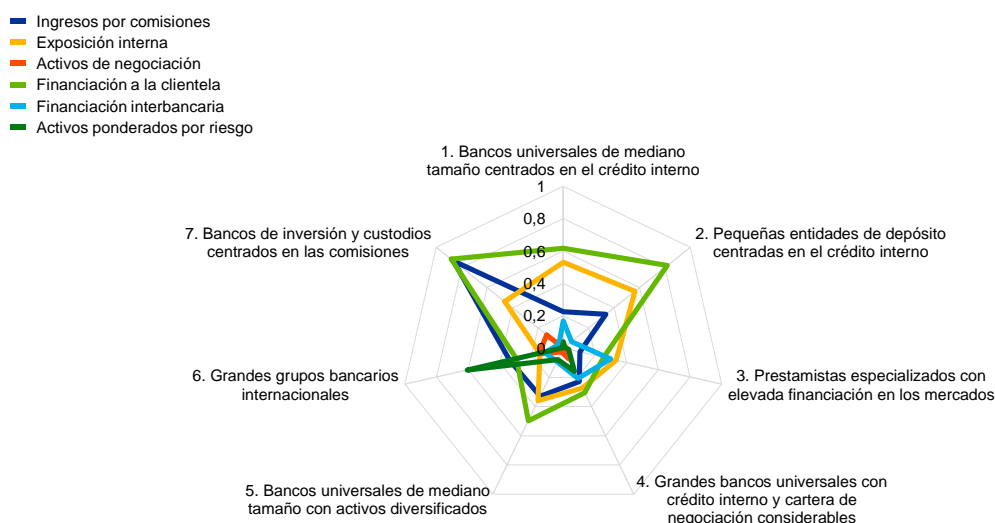
sistémica mundial (EISM), son útiles para medir el impacto de diversos factores en el sector bancario (véase gráfico C) o para realizar comparaciones entre grupos similares en función de su modelo de negocio en el contexto de la supervisión bancaria.

Con respecto a la interrelación entre los ingresos por comisiones y los modelos de negocio, cabe realizar varias puntualizaciones basadas en recientes análisis del BCE. En primer lugar, los bancos custodios y las sociedades gestoras de activos son los que están más orientados a este tipo de ingresos, dado que su modelo de negocio se caracteriza por la elevada concentración de actividades relacionadas (véase gráfico B). Mientras que la banca universal y la banca minorista suelen obtener en torno a una cuarta parte de sus ingresos de las comisiones, estos ingresos son los menos relevantes en el caso de los prestamistas especializados<sup>66</sup>. De hecho, dichos prestamistas pueden estar menos preparados para aumentar significativamente sus ingresos por comisiones debido a su modelo de negocio específico.

## Gráfico B

### Estructura del balance de los distintos modelos de negocio

(2014; ratios y porcentajes de los activos y pasivos totales o de los ingresos de explotación totales)



Fuentes: Bankscope, Bloomberg, SNL Financial y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se han obtenido de los balances de 113 entidades significativas supervisadas por el BCE. El gráfico muestra las medianas de las variables utilizadas para identificar cada uno de los siete grupos identificados para 2014.

En segundo lugar, desde 2012, los ingresos por comisiones crecieron en muchas entidades de crédito (véase gráfico C). En el caso de los custodios y las sociedades gestoras de activos, así como de los bancos universales, el incremento de los ingresos por comisiones ha compensado la reducción del margen de intermediación durante el período analizado. Las entidades de crédito con otros modelos de negocio registraron un crecimiento positivo tanto del margen de intermediación como de los ingresos por comisiones, lo que sugiere que la generación de ingresos por este último concepto está estrechamente relacionada con su actividad general. Por tanto, el margen de intermediación y los ingresos por comisiones pueden considerarse complementos o sustitutos

<sup>66</sup> Véase también el gráfico C.2 en C. Kok, H. Mirza, C. Moré y C. Pancaro, «Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2016, Special Feature C.

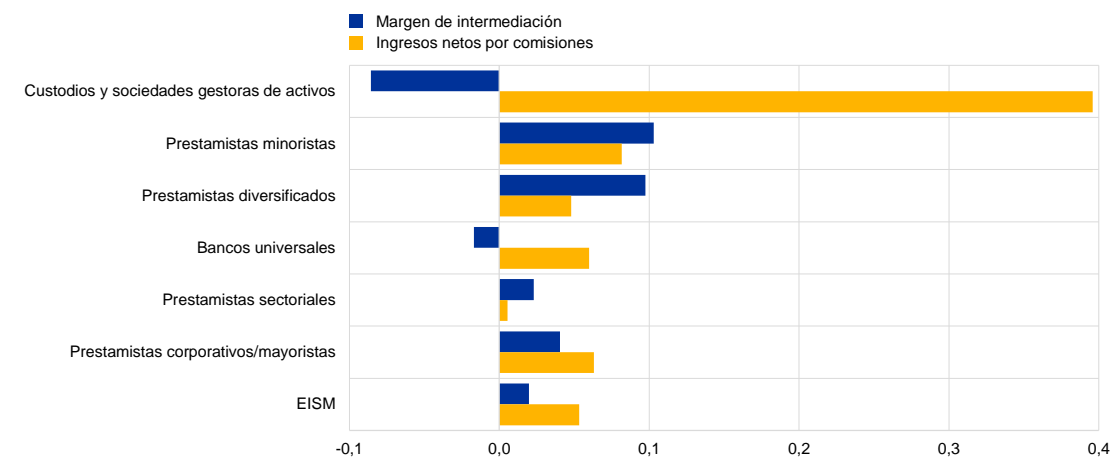


dependiendo del modelo de negocio de las entidades y de la fuente de los ingresos por comisiones generados.

### Gráfico C

#### Variaciones del margen de intermediación y de los ingresos netos por comisiones de las entidades significativas, desglosadas por modelo de negocio

(variación en puntos porcentuales del margen de intermediación y de los ingresos netos por comisiones con respecto a los activos totales en el período 2012-2015)



Fuentes: BCE y SNL Finacial.

Notas: La muestra incluye 94 entidades significativas supervisadas por el BCE. «Bancos universales» incluye también EISM que son bancos universales, mientras que «EISM» excluye a dichos bancos.

En tercer lugar, el examen de los aspectos de esta evolución que afectan a la estabilidad financiera revela que la resistencia de los ingresos por comisiones frente a acontecimientos macroeconómicos adversos difiere entre los distintos modelos de negocio<sup>67</sup>. Las diversas formas en las que pueden generarse ingresos por comisiones implican que este concepto puede ser una fuente de ingresos más volátil para los prestamistas corporativos/mayoristas, sectoriales y minoristas y para los bancos universales que para los prestamistas diversificados y las EISM. Por tanto, aunque en los últimos años el crecimiento de los ingresos por comisiones ha servido para diversificar las fuentes de ingresos en algunos de estos modelos de negocio, tales ingresos podrían reducirse significativamente en circunstancias más adversas.

Por último, aunque algunas entidades pasaron por distintos modelos de negocio entre 2007 y 2014, la mayoría se mantuvo en el mismo grupo<sup>68</sup>. Por tanto, los modelos de negocio de las entidades de crédito tienden a ser relativamente «estáticos» y no pueden adaptarse perfectamente a un entorno cambiante o para la previsión de tensiones. En concreto, la estabilidad financiera puede verse afectada si algunos grupos de bancos son más propensos a las tensiones sistémicas que otros. A su vez, esto podría traducirse en una concentración de riesgo sistémico.

<sup>67</sup> Véase nota al pie de página número 66.

<sup>68</sup> Véase nota al pie de página número 66.

## 3.2 La función macroprudencial del BCE

Las autoridades nacionales y el BCE comparten la responsabilidad de las decisiones sobre medidas macroprudenciales en la zona del euro. Las autoridades nacionales tienen la facultad de aplicar medidas macroprudenciales, pero el BCE tiene competencia para reforzar las medidas adoptadas por las autoridades nacionales 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 2016, el BCE y las autoridades nacionales continuaron manteniendo amplios debates, tanto a nivel técnico como de políticas, en relación con el uso de los instrumentos macroprudenciales. Estos debates sirvieron para evaluar la idoneidad de la orientación macroprudencial en todos los países sujetos a la supervisión bancaria europea.

### Política macroprudencial en 2016

En 2016, el BCE reforzó su función de coordinación de la política macroprudencial y su comunicación externa sobre cuestiones macroprudenciales con el fin de mejorar la transparencia y de destacar el importante papel que desempeña la política macroprudencial. El Consejo de Gobierno publicó su [primera declaración sobre políticas macroprudenciales](#) tras una serie de debates celebrados en el Foro Macroprudencial, que reúne a los miembros del Consejo de Gobierno y del Consejo de Supervisión del BCE. Además, en marzo y en octubre se publicaron los dos primeros números del Boletín Macroprudencial del BCE, cuyo objetivo es reforzar la transparencia de la política macroprudencial, facilitar información sobre los estudios en curso relativos a temas macroprudenciales e ilustrar cómo se aplica en trabajos específicos del BCE. En el primer número del Boletín también se analizó el marco de política macroprudencial del BCE y su relación con otros foros y procesos macroprudenciales en la UE<sup>69</sup>.

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. Se le comunicaron más de cien decisiones de este tipo, la mayoría relacionadas con la creación 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 a la imposición de niveles mínimos de ponderación por riesgo en algunos países.

Con periodicidad trimestral, los diecinueve países de la zona del euro evalúan los riesgos sistémicos cíclicos, que se han mantenido contenidos en la mayoría de ellos, y fijan el nivel del colchón de capital anticíclico. El Consejo de Gobierno

<sup>69</sup> Véase [Macroprudential Bulletin](#), número 1, BCE, 2016.

mostró su conformidad con las decisiones relativas al colchón de capital anticíclico adoptadas por las autoridades nacionales. En concreto, la significativa acumulación de riesgos sistémicos cíclicos en Eslovaquia llevó a adoptar la decisión de fijar el colchón anticíclico en este país en el 0,5 % a partir del 1 de agosto de 2017.

En 2106, el BCE, las autoridades nacionales y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés), en consulta con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, en sus siglas en inglés), actualizaron la evaluación de las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) de los países de la zona del euro. Como resultado, ocho entidades de crédito de Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España se incluyeron en las categorías 1 y 3 de las EISM acordadas internacionalmente, con unos porcentajes de colchón de capital del 1 % y del 2 %, respectivamente<sup>70</sup>. Estos nuevos porcentajes son aplicables desde el 1 de enero de 2018 y están sujetos a un período de introducción progresiva. La lista de las EISM y de otras entidades de importancia sistémica (OEIS) y los porcentajes de sus colchones se revisan anualmente.

Las autoridades nacionales también decidieron los colchones de capital para las 110 OEIS. Los porcentajes de colchón acordados están en consonancia con la nueva metodología introducida por el BCE para evaluar los colchones para OEIS<sup>71</sup>. Todas las OEIS identificadas tendrán un porcentaje de colchón de capital superior a cero a partir de 2019.

## Pruebas de resistencia macroprudenciales

Como parte de su función macroprudencial, y además de participar activamente en las pruebas de resistencia supervisoras realizadas a escala de la UE en 2016, el BCE llevó a cabo una ampliación macroprudencial del ejercicio de pruebas de resistencia<sup>72</sup>. Mientras que las pruebas de resistencia supervisoras se centran en estimar el impacto directo de escenarios adversos sobre la solvencia de cada entidad de crédito, el objetivo de la ampliación macroprudencial del ejercicio era cuantificar los posibles efectos macroeconómicos de segunda vuelta de la materialización de una situación de estrés. El estudio se basó en un marco

---

<sup>70</sup> Las EISM identificadas (y los requerimientos de colchón una vez finalizado el período de introducción progresiva a partir de 2019 que se muestran entre paréntesis) son BNP Paribas (2 %), Grupo BPCE (1 %), Grupo Crédit Agricole (1 %), Deutsche Bank (2 %), ING Bank (1 %), Banco Santander (1 %), Société Générale (1 %) y Grupo UniCredit (1 %). Los requerimientos se han determinado siguiendo la metodología del BCBS de julio de 2013.

<sup>71</sup> La metodología del BCE para OEIS clasifica a las entidades de crédito en una de las cuatro categorías de OEIS basándose en la puntuación de las entidades en lo que respecta a su importancia sistémica. La puntuación se calcula de conformidad con las Directrices de la Autoridad Bancaria Europea sobre la evaluación de otras entidades de importancia sistémica (EBA/GL/2014/10), que establecen los indicadores que se deben utilizar para medir la importancia sistémica de cada entidad. Véase también el [anexo](#) de la nota de prensa de 15 de diciembre de 2016.

<sup>72</sup> Para más detalles, véase [Macroprudential Bulletin](#), número 2, BCE, 2016.

conceptual desarrollado por expertos del BCE, que servirá de apoyo en la calibración de las medidas de política macroprudencial<sup>73</sup>.

El primer paso consistió en estimar el impacto que tendrían las variaciones del volumen de préstamos bancarios totales sobre la solvencia bancaria, eliminando de esta forma una parte de las incoherencias introducidas por la hipótesis de balance estático utilizada en la metodología de las pruebas de resistencia realizadas a escala de la UE. En un paso posterior se estimaron los efectos de segunda vuelta sobre las variables macroeconómicas, que están relacionados con los ajustes potenciales que han de realizar las entidades de crédito cuando su ratio de capital cae por debajo de un objetivo de capital predeterminado en un escenario adverso. La magnitud de estos efectos depende de la estrategia de ajuste adoptada: cuanto mayor sea la proporción de emisiones de instrumentos de capital en el ajuste, menor será el impacto macroeconómico de los efectos de segunda vuelta.

Más allá de la respuesta endógena del sector bancario a las tensiones, la ampliación macroprudencial tuvo en cuenta dos canales adicionales a través de los cuales los efectos de segunda vuelta de las situaciones de tensión pueden reducir aún más la solvencia bancaria. Estos canales son la interrelación bancaria y el contagio entre sectores a través de las participaciones en capital. La conclusión del ejercicio fue que el contagio directo a través de los mercados interbancarios debería ser limitado, mientras que el contagio intersectorial afectaría principalmente a las instituciones financieras no bancarias, en particular los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

## Cooperación con la Junta Europea de Riesgo Sistémico

El BCE siguió proporcionando apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la Secretaría de la JERS, que se encarga de la actividad diaria de esta institución. El Comité de Estabilidad Financiera del BCE, conjuntamente con el Comité Científico Consultivo y el Comité Técnico Consultivo de la JERS, elaboró un informe sobre las cuestiones de política macroprudencial surgidas de los bajos tipos de interés y los cambios estructurales en el sistema financiero de la UE<sup>74</sup>. El informe analiza los riesgos potenciales para los distintos sectores financieros derivados de un entorno de bajos tipos de interés y pone de relieve las posibles respuestas en materia de política macroprudencial. Abarca no solo entidades de crédito, sino también otras instituciones financieras, mercados financieros e infraestructuras de mercado, cuestiones globales que afectan a todo el sistema financiero, así como las interacciones con la economía en su conjunto.

<sup>73</sup> Véanse J. Henry y C. Kok (eds.), «A macro stress testing framework for assessing systemic risks in the banking sector», *Occasional Paper Series*, n.º 152, BCE, octubre de 2013 y V. Constâncio, «The role of stress testing in supervision and macroprudential policy», discurso pronunciado en la conferencia sobre pruebas de resistencia y regulación macroprudencial organizada por el London School of Economics, 29 de octubre de 2015. Se trata de un marco analítico modular, de carácter agregado, formado por modelos y herramientas independientes que pueden combinarse para proporcionar un amplio análisis del impacto de las tensiones macrofinancieras.

<sup>74</sup> Véase la [nota de prensa](#) de la JERS del 28 de noviembre de 2016.

El BCE también prestó apoyo a la JERS en su publicación, el 28 de noviembre de 2016, de ocho alertas dirigidas a sendos países sobre las vulnerabilidades de su sector inmobiliario residencial, analizando los indicadores de desequilibrios y desarrollando modelos de sobrevaloración. Las vulnerabilidades puestas de manifiesto en las alertas se referían al creciente endeudamiento de los hogares y a la capacidad de estos para reembolsar su deuda hipotecaria, así como a la valoración o a la dinámica de precios de los inmuebles residenciales. Al margen de este análisis, las lagunas de información sobre el sector inmobiliario tienen que seguir reduciéndose, como se refleja en una [recomendación de la JERS](#) en la que se armonizan determinadas definiciones necesarias para recabar información relacionada con los sectores inmobiliarios residencial y comercial.

### 3.3 La función microprudencial del BCE

2016 fue el segundo año completo de funcionamiento de la Supervisión Bancaria del BCE. Las actividades llevadas a cabo durante el año en este ámbito siguieron 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.

El BCE mejoró el Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (PRES) aplicado a los grupos bancarios que supervisa directamente, y publicó las [expectativas supervisoras sobre los procesos de evaluación del capital interno y de la liquidez de las entidades de crédito](#) y una [recomendación](#) sobre las políticas de distribución de dividendos de las entidades. Además, tuvo en cuenta las aclaraciones realizadas por la Comisión Europea y el Autoridad Bancaria Europea (ABE). Los recargos de capital supervisores tienen ahora dos componentes: los requerimientos que las entidades de crédito han de cumplir obligatoriamente y mantener en todo momento, y la recomendación de Pilar 2 (P2G) cuyo incumplimiento no se traduciría automáticamente en la adopción de medidas supervisoras, pero daría lugar a una evaluación individualizada y, posiblemente, a la adopción de medidas específicas para la entidad afectada. En el PRES de 2016, la recomendación reflejó los resultados de las pruebas de resistencia llevadas a cabo por la ABE. Las exigencias totales de capital se mantuvieron estables, en líneas generales, y no se vieron afectadas por el cambio de metodología.

Las entidades menos significativas son supervisadas por las autoridades nacionales competentes (ANC) bajo la vigilancia del BCE. Para esta vigilancia, el BCE sigue un enfoque proporcional, basado en el riesgo, que se complementa con un seguimiento sectorial para captar las interconexiones existentes entre entidades menos significativas. El BCE y las ANC continuaron elaborando estándares comunes para la supervisión de estas entidades, por ejemplo, el establecimiento de un seguimiento conjunto de los sistemas institucionales de protección<sup>75</sup> que engloban entidades significativas y menos significativas.

---

<sup>75</sup> Un acuerdo de responsabilidad contractual o legal que protege a las entidades que lo integran y, en particular, garantiza que tengan la liquidez y la solvencia necesarias para evitar su quiebra, cuando resulte necesario.

La supervisión bancaria europea continuó armonizando el ejercicio de las opciones y facultades que ofrece la legislación prudencial europea. Este representa un paso importante en la consecución de una supervisión homogénea y de la igualdad de condiciones para las entidades significativas y menos significativas. Con todo, el marco regulatorio de la zona del euro sigue estando fragmentado en algunos casos. Dado el objetivo de una unión bancaria europea, es necesaria una mayor armonización.

En el entorno de baja rentabilidad en el sector bancario europeo, el BCE examinó los modelos de negocio de las entidades de crédito y los determinantes de su rentabilidad y puso en marcha una revisión temática. También elaboró una guía para las entidades de crédito sobre el tratamiento de los préstamos dudosos, que continúan siendo elevados en algunas partes de la zona del euro. En junio, el BCE publicó una [declaración supervisora sobre la gobernanza y el apetito de riesgo de las entidades de crédito](#), en la que se presentan las expectativas supervisoras. También puso en marcha una revisión específica de los modelos internos de los bancos, realizó un inventario de los riesgos tecnológicos y preparó una guía sobre operaciones apalancadas.

La Supervisión Bancaria del BCE también incrementó su participación en foros internacionales al convertirse en miembro del pleno del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés).

El [Informe Anual sobre las actividades de supervisión del BCE de 2016](#) contiene información más detallada sobre la Supervisión Bancaria del BCE.

### 3.4 Contribución del BCE a las iniciativas en materia de regulación

En 2016, el BCE contribuyó al desarrollo del marco regulatorio internacional y europeo. El objetivo principal del BCE era velar por que el marco regulatorio tenga debidamente en cuenta aspectos macro y microprudenciales y crear un marco que respalde la estabilidad de las entidades individuales y del sistema financiero en su conjunto. Las cuestiones fundamentales en materia de regulación para el BCE en 2016 fueron: i) la finalización de las normas internacionales de capital y de liquidez para las entidades de crédito (Basilea III); ii) la revisión del marco regulatorio micro y macroprudencial de la Unión Europea (el Reglamento y la Directiva de Requerimientos de Capital – RRC/DRC IV); iii) resolución del problema de ser «demasiado grande para caer», y iv) la creación de una unión de mercados de capitales (UMC) para la Unión Europea y el fortalecimiento del marco regulatorio más allá del sector bancario. Además, el BCE contribuyó a los continuos debates mantenidos en 2016 sobre el establecimiento del tercer pilar de la unión bancaria, a saber, un sistema europeo de garantía de depósitos.

### 3.4.1 Finalización de las normas internacionales de capital y de liquidez para las entidades de crédito

En 2016, el BCE participó en diversas iniciativas encaminadas a completar la respuesta regulatoria a la crisis financiera, que también conllevaron, durante los últimos ocho años, una revisión exhaustiva del marco prudencial para las entidades de crédito por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, en sus siglas en inglés). Basilea III es un elemento básico de las reformas posteriores a la crisis, cuyo objetivo es garantizar la aplicación de normas adecuadas e internacionalmente comparables y aportar a las entidades de crédito un grado de certidumbre regulatoria que permita respaldar la adaptación de los modelos de negocio al entorno actual. En este contexto, el BCE contribuyó a la revisión global del uso de modelos internos en el marco de capital de Basilea, un ejercicio destinado a reducir la excesiva variabilidad de los activos ponderados por riesgo, que son la base de los requerimientos de capital. Además, el BCE colaboró con el BCBS y la Autoridad Bancaria Europea (ABE) en los trabajos de finalización de la ratio de apalancamiento como medida para respaldar los requerimientos de capital ajustados por riesgo, en particular en la calibración de un nivel mínimo adecuado, así como un recargo para las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) con arreglo a una definición armonizada a escala internacional. En enero de 2017, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión —órgano de vigilancia del Comité de Basilea— acogió con satisfacción los progresos para completar las reformas regulatorias acometidas tras la crisis. No obstante, señaló que se requería más tiempo para terminar las propuestas de reforma antes de que pudieran ser revisadas por el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión. Se espera que estos trabajos finalicen en un futuro próximo.

### 3.4.2 Revisión del marco regulatorio micro y macroprudencial de la Unión Europea

La implementación de las normas internacionalmente acordadas en la legislación de la UE, en particular mediante la revisión del RRC/DRC IV, fue uno de los principales retos en materia de regulación en 2016 y seguirá siéndolo en los próximos años. La revisión del RRC/DRC IV introducirá la ratio de apalancamiento en el marco de la UE, como medida adicional basada en el capital que complementa el marco de capital ajustado por riesgo, así como el coeficiente de financiación estable neta, que es un requerimiento de liquidez a largo plazo que complementa los requerimientos a corto plazo existentes con arreglo al coeficiente de cobertura de liquidez. Además, al crear los incentivos adecuados para las entidades de crédito y sus empleados, el nuevo marco también contribuirá a la mayor estabilidad en la prestación de servicios financieros a la economía real. Esta revisión, que previsiblemente se terminará en 2017, representa una fase importante de la reforma regulatoria en la Unión Europea.

Otra iniciativa fundamental en materia de regulación a la que el BCE contribuyó de manera sustancial es la revisión del marco de política macroprudencial de la UE, que comenzó en 2016. El BCE apoya la revisión exhaustiva de este marco con el fin de mejorar su eficacia, y en 2016 publicó sus comentarios a la consulta de la

Comisión Europea sobre dicha revisión<sup>76</sup>. A este respecto, es importante reflejar el nuevo orden institucional, en especial el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), en el marco de política macroprudencial, así como revisar y clarificar las competencias específicas de las autoridades micro y macroprudenciales, racionalizar los acuerdos de coordinación entre autoridades, ampliar las herramientas de política macroprudencial y simplificar su mecanismo de activación con el fin de garantizar que las autoridades puedan afrontar los riesgos sistémicos de forma eficaz y oportuna. Ello exige una revisión profunda de la legislación vigente, dado que el marco macroprudencial establecido en el RRC/DRC IV y en el Reglamento de la JERS<sup>77</sup> es anterior al establecimiento de la unión bancaria y, en particular, del MUS.

### 3.4.3 Resolución del problema de ser «demasiado grande para caer»

La revisión del marco de recuperación y resolución fue otra iniciativa fundamental en materia de regulación en la que participó el BCE en 2016. El objetivo de esta revisión es asegurar que las entidades de crédito tengan una capacidad de absorción de pérdidas suficiente y creíble y que los costes de resolución sean asumidos por los accionistas y los acreedores de las entidades, y no por los contribuyentes. Ya se ha acordado un nuevo concepto de capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, en sus siglas en inglés) para las EISM a escala internacional. En paralelo, el marco de la UE introdujo un requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL, en sus siglas en inglés), que es aplicable a todas las entidades de crédito de la Unión Europea, independientemente de su tamaño. Los requerimientos de TLAC y de MREL mejoran la resolubilidad de los bancos y, por ende, protegen la estabilidad financiera y evitan tanto el riesgo moral como una carga excesiva para las finanzas públicas. Sin embargo, los dos conceptos difieren en algunas características básicas que pueden crear incoherencias en el marco regulatorio y desvirtuar la competencia. A este respecto, la actual revisión de la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria y de otras partes relacionadas de la legislación de la UE brinda la oportunidad de aplicar el TLAC en Europa al menos para las EISM y de seguir armonizando la aplicación del MREL en los Estados miembros de la UE, garantizando así que las entidades con actividad internacional se enfrenten a un conjunto de normas coherentes entre jurisdicciones.

---

<sup>76</sup> Véase «[ECB contribution to the European Commission's consultation on the review of the EU macroprudential policy framework](#)», BCE, diciembre de 2016.

<sup>77</sup> Reglamento (UE) nº 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico.



### 3.4.4 Regulación financiera para las instituciones financieras no bancarias

Es importante contar con un marco regulatorio adecuado también para las instituciones financieras no bancarias. Para ello, el BCE participó en el debate sobre la culminación del mercado único de servicios financieros y de capitales, que supone seguir igualando las condiciones entre los sectores bancario y no bancario y avanzar de forma real con el plan de actuación para la UMC. La mayor distribución de los riesgos financieros, la diversificación y la mayor competencia entre entidades bancarias y no bancarias, así como entre países, acarrearán beneficios económicos. De hecho, los mercados de capitales pueden ser un importante complemento de los bancos para el suministro de financiación a la economía. Al mismo tiempo, estos cambios afectan, inevitablemente, a la estabilidad financiera y pueden crear nuevos riesgos.

En 2016, el BCE siguió respaldando las medidas para acelerar la UMC. Para conseguir una UMC plena es necesario abordar las diferencias existentes en los marcos legislativos nacionales y europeos que supongan un obstáculo para las actividades transfronterizas, incluida la legislación en materia de insolvencias y de tributación. También es importante establecer la base jurídica de las herramientas macroprudenciales que pueden utilizarse fuera del sector bancario.

### 3.4.5 Sistema europeo de garantía de depósitos

El BCE participó en los continuos debates celebrados en 2016 sobre la creación de un sistema europeo de garantía de depósitos y apoya la hoja de ruta hacia la culminación de la unión bancaria, incluidas las medidas para compartir riesgos (el propio sistema más un mecanismo de respaldo para el Fondo Único de Resolución) y para reducirlos.

En opinión del BCE, es importante que dicho sistema se ponga en marcha lo antes posible y que se siga avanzando en el plan de reducción de los riesgos. El sistema europeo de garantía de depósitos es el tercer y último pilar de la unión bancaria y su creación reforzaría y protegería aún más la estabilidad financiera. El sistema de garantía de depósitos es tanto una herramienta *ex ante* para aumentar la confianza e impedir retiradas masivas de fondos, como una herramienta *ex post* para proteger a los depositantes frente a las consecuencias adversas de quiebras bancarias individuales. En paralelo, se debe seguir avanzando en la aplicación de las reformas pendientes que contribuirán a reducir los riesgos del sistema bancario.

#### Recuadro 8

##### Préstamos dudosos en la zona del euro

---

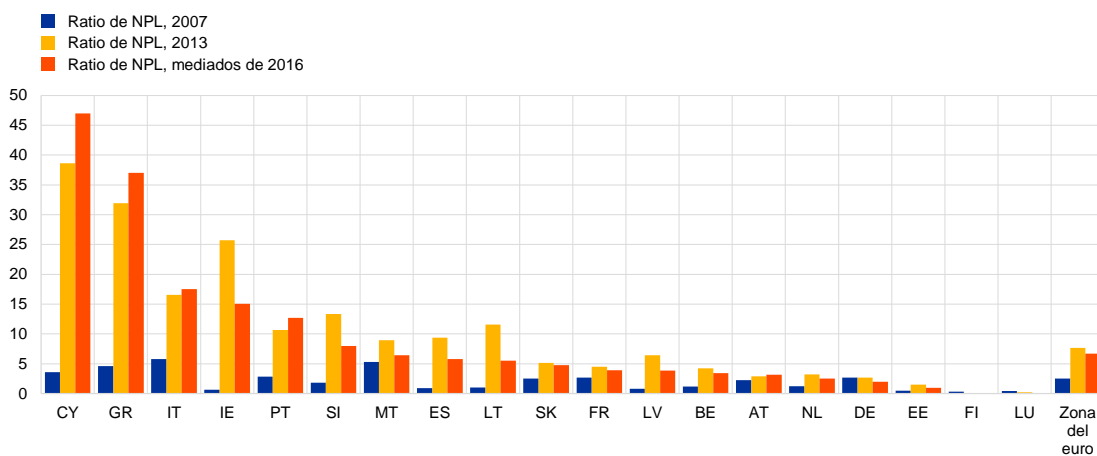
La calidad de los activos bancarios de los países de la zona del euro experimentó un deterioro significativo tras el comienzo de la crisis financiera. Un indicador de la calidad de estos activos es la ratio de préstamos dudosos (*non-performing loans* —NPL, en sus siglas en inglés—), es decir, la relación entre los préstamos en situación de impago (*default*) o casi en impago y la cartera

crediticia total de la entidad. Después de registrar un mínimo del 2,5 % a finales de 2007, la ratio de NPL del conjunto de la zona del euro alcanzó un máximo del 7,7 % a finales de 2013, pero disminuyó hasta el 6,7 % a mediados de 2016, como consecuencia de la acción concertada de algunos países (en especial Irlanda, Eslovenia y España) y de la ligera mejoría del entorno macroeconómico (véase gráfico A). Sin embargo, la tasa de NPL es persistentemente elevada en algunos países, como Chipre (47 %), Grecia (37 %), Italia (17,5 %) y Portugal (12,7 %). El principal determinante del empeoramiento de la calidad de los activos bancarios en la zona del euro fue el sector empresarial, en particular el de pequeñas y medianas empresas (pymes) y el de inmuebles comerciales.

### Gráfico A

#### Evolución de la ratio de NPL de la zona del euro

(porcentajes)



Fuente: FMI (Indicadores de Solidez Financiera).

Notas: Los datos correspondientes a mediados de 2016 de Alemania (DE) e Italia (IT) se refieren a finales de 2015. Se utiliza información del FMI, y no del BCE, porque permite realizar una comparación histórica de los niveles de NPL.

En los años anteriores a la crisis financiera, algunos países registraron un elevado crecimiento del crédito y de la deuda del sector privado, que a menudo se vio acompañado de unos precios inmobiliarios cada vez más altos, lo que agudizó los efectos de la crisis. Sin embargo, además de estos componentes cíclicos, las elevadas ratios de NPL y su persistencia reflejan diferentes factores de carácter estructural en los distintos países. La abultada deuda del sector empresarial, la baja productividad y la débil competitividad exterior están obstaculizando la inversión por parte de las empresas y dificultando la expansión de su actividad, mientras que la fragilidad de las finanzas públicas está incrementando la prima de riesgo país. Al mismo tiempo, las lentas reformas del mercado de trabajo (para abordar la segmentación y la escasa flexibilidad) y la atonía de los mercados inmobiliarios (de garantías inmobiliarias) en algunos países están ralentizando la recuperación de los préstamos dudosos en el segmento minorista. Por último, las deficiencias del marco jurídico, en especial la ineficacia de los procedimientos de insolvencia y de adjudicación de activos, así como las limitaciones al intercambio de información entre acreedores y el tratamiento fiscal de las pérdidas por fallidos están impidiendo una recuperación eficaz de los préstamos dudosos.

Los elevados niveles de préstamos dudosos ejercen presión sobre los beneficios de las entidades de crédito, ya que se traducen en menores ingresos por intereses y en mayores dotaciones de provisiones. Al mismo tiempo, incrementan las necesidades de capital de los

bancos y consumen sus recursos administrativos. Los préstamos dudosos también afectan negativamente a los costes de financiación de las entidades, dado que la incertidumbre acerca de la calidad de sus activos deteriora su perfil de riesgo y conduce a costes de financiación más elevados. De esta forma se puede crear un círculo vicioso, pues los bancos no pueden gestionar los NPL si no son capaces de obtener capital suficiente. La reducida rentabilidad y la débil capitalización de las entidades de crédito con un nivel excesivo de préstamos dudosos limitan sus opciones, pues para conceder nuevos préstamos necesitan más capital. Dado que algunos bancos de la zona del euro operan fuera de la zona y, en algunos casos, desempeñan un papel importante en el sector bancario de otros países, los problemas que afrontan dentro de sus propias fronteras también pueden tener un impacto negativo en el sector bancario de dichos otros países, y viceversa.

Las debilidades de los balances bancarios pueden trasladarse a la economía en general cuando las entidades de crédito con elevados niveles de préstamos dudosos registran un menor crecimiento crediticio y aplican tipos de interés más altos a sus préstamos. Por tanto, la reducción de los préstamos dudosos en la zona del euro mejoraría el crecimiento económico<sup>78</sup>. Habida cuenta de que se espera una modesta recuperación económica para la zona del euro en 2017 y 2018<sup>79</sup> y que el nivel de deuda de los sectores público y privado sigue siendo alto, es poco probable que los préstamos dudosos disminuyan significativamente a medio plazo, a menos que se adopten medidas adicionales. La reducción del nivel de préstamos dudosos exige una estrategia global centrada en los factores estructurales que los provocan<sup>80</sup>. Si se analizan los datos históricos, los países que tomaron simultáneamente medidas dentro y fuera del balance en su debido momento y que optaron por emprender medidas dirigidas específicamente a los segmentos de las carteras que se consideraba que eran los causantes más importantes de los préstamos dudosos redujeron notablemente su ratio de NPL (es el caso de Irlanda, Eslovenia y España, donde estas ratios cayeron 16,7, 5,3 y 3,3 puntos porcentuales, respectivamente, entre 2013 y mediados de 2016).

La Supervisión Bancaria del BCE está dedicando esfuerzos significativos a ayudar a reducir el nivel de préstamos dudosos. A partir de la evaluación global de 2014, el BCE, mediante el diálogo supervisor constante con las entidades pertinentes, ha seguido respaldando las actividades encaminadas a reducir los préstamos dudosos. Para afrontar este prolongado reto con decisión y determinación, la Supervisión Bancaria del BCE: i) hizo una toma de inventario de las prácticas supervisoras, jurídicas y judiciales y extrajudiciales en una serie de países de la zona del euro y ii) elaboró un proyecto de guía sobre NPL<sup>81</sup>, que publicó y sometió a

<sup>78</sup> El cálculo realizado por M. Balgova, M. Nies y A. Plekhanov en «[The economic impact of reducing non-performing loans](#)», Working Paper n.º 193, Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, octubre de 2016, sugiere que el posible beneficio de reducir el nivel de préstamos dudosos podría ser un crecimiento del PIB hasta dos puntos porcentuales más elevado por año. Dicho cálculo se refiere a una muestra internacional de 100 países. Sin embargo, pueden hallarse resultados similares para la zona del euro en [Global Financial Stability Report](#), Fondo Monetario Internacional, octubre de 2016; [Euro area policies: selected issues – Country Report No 15/205](#), Fondo Monetario Internacional, julio de 2015; y [Unlocking lending in Europe](#), Banco Europeo de Inversiones, octubre de 2014, recuadro 5.

<sup>79</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016](#), BCE, 2016.

<sup>80</sup> Véase J. Fell, M. Grodzicki, R. Martin y E. O'Brien, «Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area», [Financial Stability Review](#), BCE, noviembre de 2016, Special Feature B, que contiene una descripción más detallada de los factores estructurales causantes de los préstamos dudosos (NPL).

<sup>81</sup> Véase [Draft guidance to banks on non-performing loans](#), Supervisión Bancaria del BCE, septiembre de 2016.

consulta en septiembre de 2016. Está previsto que la guía final se publique en la primavera de 2017. Los equipos conjuntos de supervisión comenzaron a mantener un diálogo activo con los bancos supervisados sobre la aplicación de esta guía, con la expectativa de que las entidades con niveles elevados de préstamos dudosos fijen objetivos exigentes y ambiciosos para reducir el volumen de NPL. Además, la guía promueve una mayor coherencia en las prácticas de refinanciación y reestructuración, de reconocimiento de préstamos dudosos y de dotación de provisiones, así como de divulgación de información sobre estos activos, con el fin de aumentar la confianza de los mercados y de asegurar condiciones de igualdad. Sin embargo, el proceso de reducción del nivel de préstamos dudosos no puede ser abordado exclusivamente por el supervisor y los bancos. Es necesario poner en marcha con rapidez medidas para hacer frente a los obstáculos estructurales que impiden a las entidades reducir estos niveles y reestructurar su deuda problemática. Estas medidas podrían ir encaminadas a mejorar la eficiencia de los sistemas judiciales, aumentar el acceso a los activos de garantía, crear procesos de resolución extrajudicial más ágiles y eliminar los desincentivos fiscales. Además, es preciso desarrollar mercados para los activos problemáticos y facilitar las ventas de los préstamos problemáticos a inversores que no son entidades de crédito. En este contexto, también será necesario realizar esfuerzos tendentes a fomentar el desarrollo de un sector dedicado a gestionar los préstamos dudosos, mejorar la calidad de los datos y el acceso a ellos y eliminar los obstáculos tributarios y legales a la reestructuración de la deuda.

---

# Otras tareas y actividades

## 1 Infraestructura de mercado y pagos

El sector financiero, incluida su infraestructura de mercado subyacente, necesita ajustarse a los rápidos cambios e innovaciones tecnológicas que actualmente están incidiendo en todos los aspectos de nuestras vidas. Si bien la digitalización, la globalización y la mayor interconectividad han brindado nuevas oportunidades a particulares y empresas para obtener información, realizar negocios y comunicarse, el aumento de usuarios y de datos en las plataformas digitales, en los servicios en la nube y entre redes también ha incrementado las posibles vías de ataque cibernético. La ciberdelincuencia supone una amenaza no solo para los participantes individuales en el mercado, sino también para la red operativa general y, por tanto, la resiliencia cibernética fue un foco de atención importante para el BCE y el Eurosistema en 2016 en el área de las infraestructuras de mercado y pagos.

El Eurosistema también ha estado analizando la evolución estratégica futura de su infraestructura de mercado, y está investigando la manera de hacer más eficiente la gestión de la liquidez en materia de pagos, de liquidación de valores y de gestión de los activos de garantía del Eurosistema. En estrecha colaboración con los participantes en el mercado, está estudiando cómo satisfacer las nuevas necesidades de los usuarios y la manera de utilizar la innovación tecnológica para anticiparse a unos riesgos que están en continuo cambio, como las amenazas cibernéticas.

Al diseñar el futuro de su infraestructura de mercado, la seguridad y eficiencia siguen siendo las prioridades básicas del Eurosistema. El funcionamiento fluido de su infraestructura de mercado es crucial para mantener la confianza en el euro y respaldar las operaciones de política monetaria. También desempeña un papel fundamental en garantizar la estabilidad del sistema financiero europeo e impulsar la actividad económica.

### 1.1 Consolidación de TARGET2 y T2S

TARGET2, el sistema de liquidación bruta para las operaciones de pago en euros del Eurosistema, procesó una media diaria de 1,7 billones de euros en 2016. Para dar una idea de la magnitud de esta cifra, TARGET2 procesa cada seis días un importe comparable al PIB anual de la zona del euro.

TARGET2-Securities (T2S) entró en funcionamiento en junio de 2015, contribuyendo a la integración de las infraestructuras del mercado para la liquidación de valores en Europa, que presentaba un elevado nivel de fragmentación. La plataforma es un pilar esencial del proyecto de la Comisión Europea de construir una unión de mercados de capitales y ha dado lugar a una amplia [agenda de armonización de los servicios de postcontratación](#).

Las dos migraciones llevadas a cabo satisfactoriamente en marzo y septiembre de 2016 aumentaron de 5 a 12<sup>82</sup> el número de depositarios centrales de valores (DCV) en la plataforma T2S e incrementaron el número de operaciones procesadas en alrededor de un 50 % del volumen total esperado para el momento en que los restantes nueve DCV participantes se conecten a la plataforma. Se prevé que, cuando se complete la migración en 2017, T2S procesará una media superior a las 550.000 operaciones diarias.

Desde un punto de vista funcional, TARGET2 y T2S se ocupan de la gestión eficiente de la liquidez en los ámbitos de las transferencias de pagos, la liquidación de valores y la gestión de activos de garantía. No obstante, como los dos sistemas se desarrollaron en momentos distintos, operan en plataformas separadas y utilizan soluciones técnicas y entornos diferentes. Por tanto, es lógico tratar de encontrar las sinergias entre los dos sistemas. Los objetivos fundamentales son modernizar TARGET2, aprovechar las posibilidades ya disponibles en T2S y consolidar los componentes técnicos y funcionales de los servicios de TARGET2 y de T2S. Además, la consolidación brinda la oportunidad de mejorar adicionalmente la resiliencia cibernética, de reforzar los servicios ofrecidos a los usuarios y de establecer un único canal de acceso. A lo largo de 2017 se realizarán trabajos de investigación en esta área.

## 1.2 Servicios de liquidación para dar soporte a los pagos inmediatos

Para el Eurosistema, el mayor reto planteado por la digitalización en el sector de pagos es garantizar que la introducción de productos y servicios de pago innovadores desarrollados por el mercado no vuelva a fragmentar el mercado europeo.

En 2016, el asunto más debatido en el sector de pagos minoristas fue, probablemente, el de los pagos inmediatos, es decir, pagos en los que la disponibilidad de los fondos para el beneficiario es inmediata. El esquema de pagos inmediatos que se publicó en noviembre de 2016 permite la implantación de soluciones de pagos inmediatos para los usuarios finales. El objetivo es que la infraestructura europea de mercados financieros esté preparada para procesar pagos inmediatos a escala paneuropea en noviembre de 2017.

El Eurosistema prestará apoyo a la liquidación entre infraestructuras de pagos minoristas que ofrecen servicios de compensación para los pagos inmediatos paneuropeos en euros mejorando las funcionalidades de TARGET2 para las cámaras de compensación automatizadas (ACH, en sus siglas en inglés) y fomentando el diálogo y la interoperabilidad entre las ACH.

Además, en el contexto de sus trabajos de investigación sobre el futuro de su infraestructura de mercado, el Eurosistema está analizando la posibilidad de desarrollar un [servicio TARGET de liquidación de pagos inmediatos en tiempo real y en dinero de banco central](#) que estará disponible todo el año y a todas horas.

<sup>82</sup> En junio de 2015, los cuatro DCV de Grecia, Malta, Rumanía y Suiza se conectaron a la plataforma. El DCV de Italia se conectó en agosto de 2015. En marzo y septiembre de 2016 se unieron otros siete DCV, de Portugal, Bélgica (dos DCV), Francia, Países Bajos, Luxemburgo y Dinamarca.

### 1.3 La futura infraestructura de mercado del Eurosistema y la tecnología de registros distribuidos

En sus reflexiones estratégicas sobre el futuro de la infraestructura de mercado del Eurosistema, el BCE ha considerado distintos modelos de [tecnología de registros distribuidos \(\*distributed ledger technology\*\)](#) que se están desarrollando en la actualidad. Para obtener información sobre el posible impacto de esta tecnología en la infraestructura de mercado, véase el [Informe especial](#) en el sitio web del BCE.

### 1.4 Una infraestructura de los mercados financieros segura

El Eurosistema fomenta la seguridad y la eficiencia de las infraestructuras de los mercados financieros mediante su papel de vigilancia, y, cuando es necesario, promueve el cambio. En julio de 2016, el BCE publicó una versión revisada del documento titulado «[Eurosystem oversight policy framework](#)» en el que se recogía la evolución en materia de regulación y otras áreas durante los últimos años que ha influido en la función de vigilancia del Eurosistema. 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. En 2016, junto con los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro, el BCE concluyó una evaluación global de estos sistemas en el marco de los requisitos de vigilancia según el Reglamento aplicable a los SIPS<sup>83</sup>. También amplió sus actividades de vigilancia en relación con T2S en línea con el proceso de migración de los DCV a la plataforma única de liquidación durante 2016.

Asimismo, el BCE publicó un [informe](#) sobre un ejercicio de comunicación en situaciones de crisis para las infraestructuras de los mercados financieros que operan en la zona del euro, organizado por los responsables de vigilancia del Eurosistema. El ejercicio, que incluyó a todo el mercado, se diseñó con el fin de evaluar si el Eurosistema está preparado para cumplir de manera eficiente sus responsabilidades operativas y de vigilancia en situaciones de crisis y garantizar la eficacia de los procedimientos de gestión de crisis de los actores implicados, en el caso de situaciones con impacto transfronterizo. Además, el BCE está colaborando con otros bancos centrales, reguladores y autoridades para reforzar la resiliencia del sector financiero en su conjunto frente a [ciberataques](#) y contribuyó a la guía internacional sobre resiliencia cibernética<sup>84</sup> que se publicó en 2016.

Por lo que se refiere a las entidades de contrapartida central, el BCE ha participado en los esfuerzos internacionales realizados bajo los auspicios de los [organismos relevantes del G-20 encargados de la elaboración de normas](#) para completar la reforma de los mercados de derivados mundiales.

<sup>83</sup> Reglamento (UE) nº 795/2014 del Banco Central Europeo, del 3 de julio de 2014, sobre los requisitos de vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica (BCE/2014/28).

<sup>84</sup> [Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures](#), Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado-Organización Internacional de Comisiones de Valores, junio de 2016.

El BCE continuó participando en acuerdos de cooperación a escala mundial y de la UE sobre determinadas infraestructuras de los mercados financieros desde una perspectiva de banco central emisor. En este contexto, el BCE contribuyó a los trabajos en curso de los colegios de supervisores para las entidades de contrapartida central establecidas de conformidad con el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR). Desde esa misma perspectiva, el BCE y los BCN de la zona del euro llevaron a cabo trabajos preparatorios sobre la futura autorización de los DCV de acuerdo con el Reglamento Europeo sobre dichas infraestructuras.

## 2 Servicios financieros a otras instituciones

### 2.1 Gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo

El BCE es responsable de la gestión de las operaciones de endeudamiento y de préstamo realizadas por la UE con arreglo al [mecanismo de ayuda financiera a medio plazo](#) (MTFA, en sus siglas en inglés)<sup>85</sup> y al [Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera](#) (MEEF)<sup>86</sup>. En 2016, el BCE procesó pagos de intereses de los préstamos concedidos en el marco del MTFA. A 31 de diciembre de 2016, el importe total del saldo vivo de los préstamos concedidos al amparo de este mecanismo ascendía a 4,2 mm de euros. En 2016, el BCE también procesó varios pagos, y pagos de intereses, relacionados con los préstamos otorgados en el contexto del MEEF. El saldo vivo total de estos préstamos a 31 de diciembre de 2016 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)<sup>87</sup> y el [Mecanismo Europeo de Estabilidad](#) (MEDE)<sup>88</sup>. En 2016, 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.

---

<sup>85</sup> De conformidad con el artículo 141, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los artículos 17, 21.2, 43.1 y 46.1 de los Estatutos del SEBC, y el artículo 9 del Reglamento del Consejo (CE) n° 332/2002, de 18 de febrero de 2002.

<sup>86</sup> De conformidad con el artículo 122, apartado 2, y el artículo 132, apartado 1, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC, y el artículo 8 del Reglamento (UE) n° 407/2010 del Consejo, de 11 de mayo de 2010.

<sup>87</sup> 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).

<sup>88</sup> De conformidad con los artículos 17 y 21 de los Estatutos del SEBC (en conjunción con el artículo 5.12.1 de las Condiciones Generales del MEDE para los Acuerdos sobre Líneas de Asistencia Financiera).



Por último, el BCE es responsable de procesar todos los pagos relacionados con el acuerdo de préstamo suscrito con Grecia<sup>89</sup>. A 31 de diciembre de 2016, el saldo vivo total en el contexto de este acuerdo ascendía a 52,9 mm de euros.

## 2.2 Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema

En 2016 se continuó prestando una amplia gama de servicios financieros dentro del marco de Servicios de Gestión de Reservas del Eurosistema (SGRE) establecido en 2005 para la gestión de activos de reserva denominados en euros de sus clientes. Los BCN del Eurosistema («los proveedores de servicios del Eurosistema») ofrecen a 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 uniformes 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 286 en 2016, en comparación con los 285 de 2015. Con respecto a los servicios prestados, en 2016 el total de tenencias agregadas (que incluyen las tenencias de efectivo y de valores) gestionado por el SGRE aumentó aproximadamente un 8 % con respecto al volumen gestionado a finales de 2015.

## 3 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.

### 3.1 Circulación de billetes y monedas

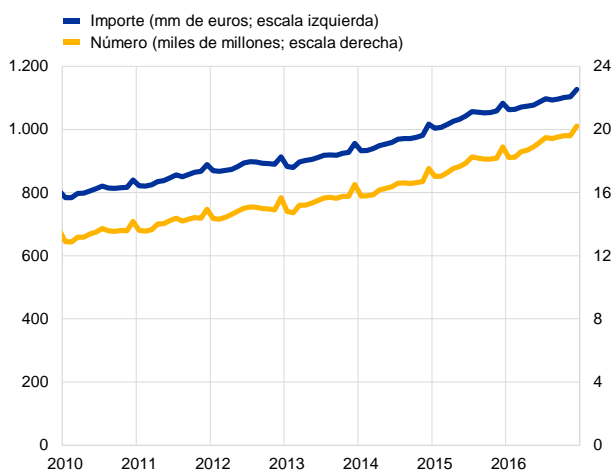
En 2016, el **número de billetes en circulación** y su importe aumentaron en torno a un 7,0 % y un 3,9 %, respectivamente. A finales de año circulaban 20.200 millones de billetes en euros por un importe total de 1.126 mm de euros (véanse gráficos 32 y 33). Los billetes de 100 y 200 euros registraron las tasas de crecimiento interanual más elevadas, que en 2016 se situaron en el 13,4 % y el 12,9 %, respectivamente. El crecimiento del billete de 50 euros mantuvo su dinamismo y se situó en el 9,9 %, aunque este porcentaje fue ligeramente inferior al del año anterior.

---

<sup>89</sup> 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.

**Gráfico 32**

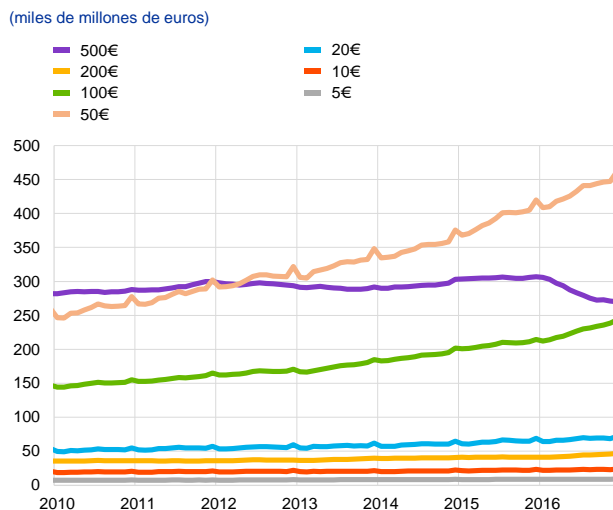
Número e importe de los billetes en euros en circulación



Fuente: BCE.

**Gráfico 33**

Importe de los billetes en euros en circulación, por denominaciones



Fuente: BCE.

Tras concluir un examen de la estructura de las denominaciones de la segunda serie de billetes en euros, conocida como serie Europa, el Consejo de Gobierno decidió poner fin a la producción del billete de 500 euros y excluirlo de dicha serie, teniendo en cuenta la preocupación de que los billetes de esta denominación puedan facilitar la comisión de actividades ilícitas. Los billetes de 500 euros dejarán de emitirse en torno a finales de 2018, período cercano a la introducción prevista de los billetes de 100 y 200 euros de la serie Europa. Las demás denominaciones —de 5 a 200 euros— se mantendrán. 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 6.220 millones de billetes en 2016.

Considerando el papel internacional del euro y la confianza generalizada de que gozan los billetes en euros, la denominación de 500 euros seguirá siendo de curso legal y, en consecuencia, podrá seguir utilizándose como medio de pago y depósito de valor. El billete de 500 euros, al igual que las demás denominaciones de billetes en euros, mantendrá su valor indefinidamente y podrá canjearse en los BCN de la zona del euro durante un período ilimitado.

En 2016, tras haber decidido dejar de emitir el billete de 500 euros, su circulación disminuyó. Este descenso se vio compensado, en parte, por una mayor demanda de billetes de 200, 100 y 50 euros.

## Tratamiento de billetes en 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 transacciones en mercados internacionales.

En 2016, el número total de monedas en euros en circulación aumentó un 4,2 % y se situó en 121.000 millones de piezas al cierre del año. A finales de 2016, el importe de las monedas en circulación ascendía a 26,9 mm de euros, cifra que supera en un 3,6 % la registrada a finales de 2015.

En 2016, los BCN de la zona del euro procesaron unos 32.300 millones de billetes para comprobar su autenticidad y su aptitud para la circulación, y se retiraron de la circulación alrededor de 5.400 millones de billetes. Además, el Eurosistema continuó ayudando a los fabricantes de maquinaria de tratamiento de billetes a fin de garantizar que sus máquinas cumplan los estándares de autenticidad y aptitud establecidos por el BCE para verificar que los billetes en euros reúnen ambas características antes de retornar a la circulación. En 2016, las entidades de crédito y otros profesionales del manejo del efectivo comprobaron la autenticidad y la aptitud para circular de unos 33.000 millones de billetes en euros utilizando ese tipo de máquinas.

## 3.2 El nuevo billete de 50 euros

### Nuevo billete de 50 euros



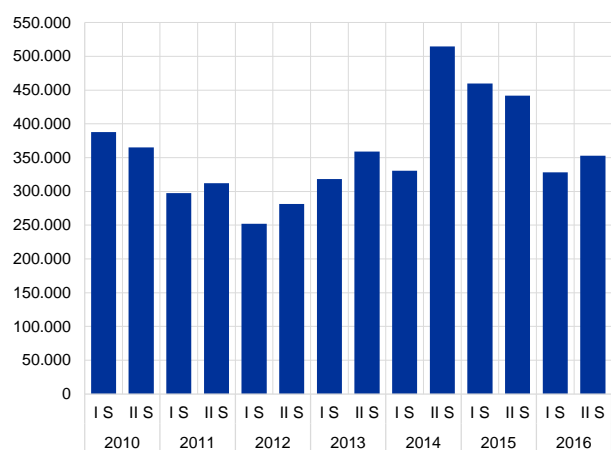
El 5 de julio de 2016 se presentó el nuevo billete de 50 euros, que entrará en circulación el 4 de abril de 2017. La introducción del nuevo billete constituye el último paso en el camino para reforzar la seguridad de los billetes en euros. El nuevo billete de 50 euros es la cuarta denominación de la [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.

Dentro de los preparativos para la introducción del nuevo billete de 50 euros, el BCE y los BCN de la zona del euro llevaron a cabo una campaña informativa sobre el nuevo billete y sus características, dirigida tanto al público como a los profesionales que manejan efectivo. Asimismo, adoptaron varias medidas para ayudar al sector de máquinas de tratamiento de billetes a prepararse para la introducción del nuevo billete.

### 3.3 Falsificación de billetes en euros

**Gráfico 34**  
Número de billetes falsos en euros retirados de la circulación



Fuente: BCE.

El número total de billetes falsos en euros disminuyó en 2016, y se retiraron de la circulación alrededor de 685.000 billetes falsos. En comparación con el número de billetes en euros auténticos en circulación, la proporción de falsificaciones es muy baja. El gráfico 34 muestra la evolución a largo plazo del número de billetes falsos retirados de la circulación. Las falsificaciones tienden a concentrarse en las denominaciones de 20 y 50 euros que, en 2016, representaron en torno al 80 % del total de billetes falsos incautados. El porcentaje de falsificaciones de billetes de 20 euros cayó en 2016.

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 de forma continuada

cursos de formación a los profesionales encargados del manejo del efectivo, tanto en Europa como en otros países, y se distribuye material informativo actualizado como medida de apoyo a la lucha del Eurosistema contra la falsificación. Asimismo, el BCE colabora estrechamente con Europol, Interpol y la Comisión Europea en la consecución de este objetivo.

## 4 Estadísticas

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

En 2016, 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. Esas exigencias se han

traducido en la necesidad de «avanzar más allá de los agregados» (*move beyond the aggregates*), un tema al que el BCE dedicó la octava Conferencia sobre Estadísticas (*Statistics Conference*) celebrada en julio de 2016<sup>90</sup>.

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

En julio de 2016, el BCE inició la recogida diaria de información sobre cada operación realizada en el mercado monetario de la zona del euro por las entidades de crédito más importantes de la zona, que abarca los principales segmentos de mercado (esto es, los segmentos de operaciones con garantías, sin garantías, de *swaps* de divisas y de *swaps* de índices a un día), y recibió diariamente alrededor de 45.000 registros de operaciones. Esta información servirá de apoyo a varias funciones y permitirá la publicación de nuevas estadísticas.

Se han recopilado estadísticas nuevas y mejoradas sobre las empresas de seguros en virtud del Reglamento BCE/2014/50 (y la Directiva de Solvencia II) correspondientes al primer y segundo trimestres de 2016. Estos datos, que están siendo analizados y agregados antes de su publicación en 2017, son el resultado de una colaboración de varios años entre el BCE y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés) y entre los BCN y las autoridades nacionales competentes para minimizar la carga de información que soporta el sector.

En abril de 2016, la posición de inversión internacional de la zona del euro incluyó por primera vez una conciliación completa de saldos y flujos, y las cuentas trimestrales de la zona del euro incorporaron información de los sectores de contrapartida (información de «quién financia a quién» o *who-to-whom*) sobre valores, además de los depósitos y los préstamos.

En septiembre de 2016, el BCE empezó a publicar las plantillas mensuales sobre reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera del BCE y el Eurosistema con un desfase de 15 días, adelantando su publicación 15 días naturales.

En noviembre de 2016, el BCE comenzó a publicar datos trimestrales adicionales y más detallados sobre la solidez financiera de las entidades de crédito significativas supervisadas directamente por el BCE, con algunas estadísticas disponibles por país y categoría, lo que aumentará la transparencia sobre la calidad de los activos de las entidades y fomentará la disciplina de mercado.

En diciembre de 2016, el BCE publicó los resultados de la segunda encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*), que abarcó más de 84.000 hogares de la zona del euro (salvo Lituania), así como de Hungría y Polonia (véase también la sección 5 del capítulo 2). El análisis de estos resultados permitirá comprender mejor cómo afecta la heterogeneidad microeconómica a los resultados macroeconómicos.

---

<sup>90</sup> Para más información, véase el [sitio web del BCE](#).

## 4.2 Otras innovaciones estadísticas

El SEBC continuó desarrollando plataformas de datos microeconómicos nuevas o notablemente mejoradas como principal fuente para sus estadísticas. Si bien la información granular implica una carga de trabajo mayor para la función estadística del SEBC en lo que respecta al procesamiento de datos y al control de calidad, su posible ventaja es la de reducir la carga para los agentes informadores. Asimismo, permite flexibilidad y agilidad para adaptarse a las necesidades de los usuarios y aumenta la calidad y la coherencia interna de los datos recopilados.

Los datos elaborados de la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB, en sus siglas en inglés) se ampliaron, entre otros motivos, para facilitar la gestión de los activos de garantía.

En mayo de 2016, el BCE aprobó un nuevo Reglamento sobre estadísticas (BCE/2016/13) que establece una base de datos granular que recoge datos armonizados de crédito y de riesgo crediticio para el Eurosistema. La base de datos AnaCredit proporcionará mensualmente, a partir de finales de 2018, información individualizada de los préstamos concedidos por las entidades de crédito de la zona del euro y sus sucursales en el extranjero a empresas y a otras personas jurídicas según se define en el Reglamento (las personas físicas no estarán incluidas). De forma paralela, se ampliará la capacidad de la Base de Datos del Registro de Instituciones y Filiales (RIAD, en sus siglas en inglés) del SEBC para incorporar la información necesaria sobre sociedades no financieras.

En agosto de 2016, el BCE modificó el Reglamento y la Orientación relativos a las estadísticas sobre carteras de valores con el fin de recopilar atributos adicionales sobre contabilidad y riesgo de crédito de los grupos bancarios. Además, se ampliará la lista de grupos bancarios informadores para incluir a todos los grupos significativos supervisados directamente por el BCE. Asimismo, la Orientación modificada establece un marco de gestión de la calidad de los datos para evaluar y garantizar la calidad de los datos resultantes.

El SEBC concede una gran importancia a la calidad de sus estadísticas, a la vez que intenta reducir al mínimo la carga de información. En este sentido, la integración de los requerimientos estadísticos y supervisores es imprescindible para racionalizar el proceso general de presentación de la información que facilitan las entidades de crédito a las autoridades nacionales y europeas. En este ámbito existen tres líneas de trabajo principales relacionadas con: i) el desarrollo del diccionario de información integrada de las entidades de crédito (BIRD, en sus siglas en inglés) en colaboración con el sector, donde se definan las normas comunes que han de aplicar las entidades de crédito cuando presentan información a las autoridades<sup>91</sup>; ii) la definición de un diccionario único de datos (SDD, en sus siglas en inglés) para el Eurosistema y el MUS; y iii) el establecimiento de un marco de información europeo único y armonizado (ERF, en sus siglas en inglés) para las entidades de crédito.

---

<sup>91</sup> Para más información, véase <http://banks-integrated-reporting-dictionary.eu/>.



En octubre de 2016, el BCE decidió aumentar aún más la transparencia del análisis del impacto producido por los nuevos reglamentos del BCE sobre estadísticas europeas mediante una consulta pública, si se considera necesario, además del procedimiento de méritos y costes que se lleva a cabo desde 2000.

En noviembre de 2016, la Comisión Europea y el BCE firmaron un Memorándum de Entendimiento entre Eurostat y la Dirección General de Estadística del BCE sobre el control de calidad de las estadísticas utilizadas a efectos del procedimiento de desequilibrio macroeconómico.

En 2016, el BCE también siguió mejorando el acceso y la facilidad de uso de sus estadísticas mediante, por ejemplo, una nueva función de búsqueda en la sección «Statistical Data Warehouse», gráficos dinámicos, una actualización de la aplicación ECBstatsApp y nuevos contenidos en el sitio web «Nuestras estadísticas» del BCE.

## 5 Investigación económica

La producción de trabajos de investigación de calidad proporciona una base sólida y rigurosa para el análisis de las políticas del BCE y, por tanto, contribuye notablemente a la consecución de sus objetivos. Durante 2016, la investigación económica en el BCE aportó información nueva sobre temas complejos y en constante cambio relacionados con muchas áreas analíticas prioritarias. Además, las actividades de las tres redes de investigación promovieron una colaboración intensa entre los investigadores del SEBC<sup>92</sup>.

### 5.1 Áreas prioritarias y grupos de investigación del BCE

La investigación que se realiza en el BCE se organiza en torno a siete grupos de investigación, que engloban una gran variedad de temas económicos y financieros (véase figura 1). Estos grupos ayudan a coordinar el programa de investigación de la institución en todas las áreas de negocio. Asimismo, para aprovechar al máximo la diversidad de talento investigador existente en el BCE, los grupos cooperan en temas de interés común. En 2016, los grupos de investigación se centraron en cuatro áreas de investigación prioritarias (véase figura 2) y proporcionaron información relacionada con la transmisión de la política monetaria, los factores que determinan la baja inflación y el funcionamiento de los nuevos mecanismos institucionales en la UEM. Aparte de estas áreas clave, la investigación también se ocupó de la discreta evolución del crecimiento de la zona del euro, del entorno económico mundial, de la política bancaria y microprudencial, así como del desarrollo y la revisión de modelos. Por lo que se refiere a esto último, la atención se ha centrado en el desarrollo de modelos más actualizados para el conjunto de la zona del euro y para cada país que traten de recoger de manera más detallada las interacciones entre el sector financiero y el sector real de la economía.

<sup>92</sup> 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.

**Figura 1**

Grupos de investigación del BCE



**Figura 2**

Áreas de investigación prioritarias en 2016

<p><b>1. Política monetaria no convencional</b> Compras de activos y operaciones de financiación Límite inferior efectivo de los tipos de interés Ajuste sostenido de la inflación</p>	<p><b>2. Inflación en un entorno cambiante</b> Riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación Determinantes de la baja inflación a escala nacional y mundial</p>
<p><b>3. El nuevo marco macroprudencial</b> Efectividad de las políticas alternativas Reglamento sobre el capital y la liquidez</p>	<p><b>4. Profundización de la UEM y convergencia</b> Gobernanza de la UEM y política fiscal Competitividad y convergencia</p>

## 5.2 Redes de investigación del Eurosistema/SEBC

Las redes de investigación del Eurosistema/SEBC realizaron avances significativos en 2016 y las tres aportaron información importante sobre el funcionamiento de la UE y las economías de la zona del euro.

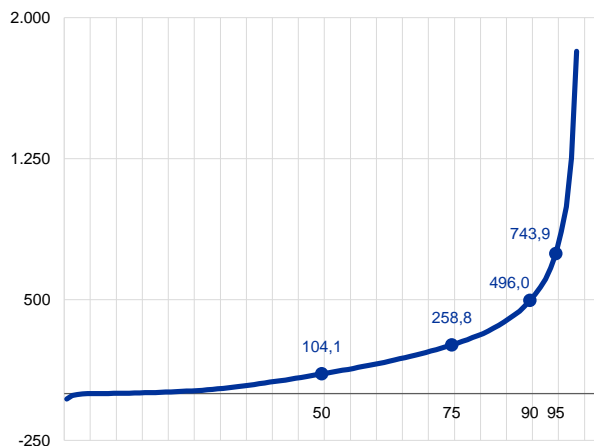
La red de investigación sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network* o WDN) completó la tercera edición de su encuesta dedicada a analizar cómo habían reaccionado las empresas de la UE ante las diversas perturbaciones y reformas estructurales que se produjeron durante el período 2010-2013. La encuesta incluye más de 25.000 empresas de 25 países de la UE y proporciona un conjunto de datos totalmente armonizados que permite efectuar análisis comparativos rigurosos entre países. A lo largo del año, la red publicó informes por países en los que se presentaban los principales resultados, además de un artículo en el Boletín Económico del BCE en el que se describía de forma extensa nueva evidencia sobre el ajuste de los salarios. Una idea fundamental que se desprende de este trabajo es que la frecuencia de los cambios salariales en los países de la UE fue menor durante el período 2010-2013 que en el período anterior a la crisis (2002-2007) y que esto parece obedecer, al menos en parte, a la resistencia de las empresas a reducir el salario base, aunque esta resistencia fue menor en los países sujetos a un programa de ajuste macroeconómico.



### Gráfico 35

#### Distribución de la riqueza de los hogares de la zona del euro

(eje de ordenadas: miles de euros; eje de abscisas: percentiles de la riqueza neta)



Fuente: Encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*) del Eurosistema.

La red sobre la situación financiera y el consumo de las familias (*Household Finance and Consumption Network*) coordina la encuesta sobre la situación financiera y el consumo de los hogares (*Household Finance and Consumption Survey*) y analiza los datos obtenidos, con el objetivo último de entender cómo las diferencias entre los consumidores pueden ayudar a explicar la evolución económica agregada. En 2016, esta red publicó un informe en el que se presentaban los resultados de la segunda edición de la encuesta, en la que participaron más de 84.000 hogares de 20 países. Un aspecto clave en el que se centra la encuesta es la riqueza de los hogares y su distribución (véase gráfico 35). El hogar mediano posee una riqueza neta por valor de 104.100 euros; el percentil 75 de la distribución es 258.800 euros, el percentil 90 es 496.000 euros y el percentil 95 es 743.900 euros. La red llevó a cabo trabajos de investigación sobre varias áreas, entre ellas: los factores determinantes del

consumo; el estudio de la fragilidad financiera de los hogares para la evaluación de las herramientas macroprudenciales; los efectos distributivos de los precios de los activos y de la política monetaria<sup>93</sup>; la medición de la distribución de la riqueza entre los hogares, y la respuesta del gasto en consumo a la política tributaria.

A lo largo de 2016, la red de investigación sobre competitividad (*Competitiveness Research Network*) siguió funcionando como plataforma de encuentro de los investigadores del SEBC en el área de análisis de la competitividad y la productividad. Los resultados de la investigación fueron especialmente abundantes en temas como el comercio internacional, la transmisión internacional de las perturbaciones económicas y la eficiencia en la asignación de recursos en la UE. Uno de los principales resultados de la red en 2016 fue la recopilación y publicación de la quinta base de datos individuales a nivel de empresa de la UE. Esta base de datos consta de un amplio conjunto de indicadores relacionados con la productividad y es única en términos de cobertura y comparabilidad entre países. La investigación llevada a cabo con estos nuevos datos proporcionó información sobre la relación entre las ganancias de productividad y la creación de empleo en la zona del euro.

## 5.3 Conferencias y publicaciones

En los últimos años, la investigación avanzada y el diálogo con economistas que trabajan en el mundo académico han adquirido mayor importancia a medida que han aumentado el número y la complejidad de los temas relevantes para el BCE. Así pues, el BCE organizó varias actividades de investigación de alto nivel en 2016 que se centraron en algunas de las cuestiones más apremiantes a las que se enfrentan

<sup>93</sup> Véase también el recuadro 5 en la sección 2.1 del capítulo 1.

los bancos centrales. Los dos actos más destacados del año fueron el Foro del BCE sobre Banca Central (*ECB Forum on Central Banking*) en celebrado en Sintra y la primera Conferencia Anual de Investigación del BCE (*ECB's Annual Research Conference*). Otras conferencias importantes fueron el Foro Internacional de Investigación sobre Política Monetaria (*International Monetary Policy Research Forum*), el noveno Seminario del BCE sobre Técnicas de Predicción (*ECB Workshop on Forecasting Techniques*) y la decimosegunda Conferencia de la Red de Investigación sobre Competitividad (*Competitiveness Research Network Conference*).

Muchas de las actividades de investigación del BCE también se han plasmado en la publicación de trabajos. Durante 2016 se publicaron, en total, 115 trabajos en la serie de documentos de trabajo del BCE. También se publicaron en revistas especializadas 73 artículos elaborados por economistas del BCE de forma individual o en colaboración con otros expertos. Este conjunto de trabajos de investigación de calidad también contribuyó a mejorar la comunicación de los resultados de la investigación a un público más amplio y general, por ejemplo, a través del *Research Bulletin* del BCE.

## 6 Asuntos jurídicos

En 2016, el BCE participó en varios procedimientos judiciales a nivel de la UE y emitió también 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. Por último, el BCE adoptó algunos actos e instrumentos jurídicos relacionados con sus funciones de supervisión.

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

En septiembre de 2016, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea se pronunció sobre dos series de recursos interpuestos por algunos depositantes de las entidades de crédito de Chipre sujetas a las medidas de resolución de 2013. Los demandantes alegaban que las medidas de resolución correspondientes habían sido adoptadas por el BCE y por la Comisión Europea sobre la base de su participación en las reuniones del Eurogrupo y su papel en la negociación y adopción del Memorandum de Entendimiento de Chipre.

En el primer grupo de recursos<sup>94</sup>, los recurrentes solicitaban que se anulase la Declaración del Eurogrupo de 25 de marzo de 2013 relativa al programa de asistencia financiera a Chipre y, en particular, a la reestructuración de su sector

---

<sup>94</sup> Asuntos acumulados C-105/15 P a C-109/15 P.

bancario. El Tribunal de Justicia confirmó los autos del Tribunal General según los cuales la Declaración del Eurogrupo impugnada no podía considerarse una decisión conjunta de la Comisión y del BCE. El Tribunal de Justicia señaló también que no podía considerarse que la adopción, por parte de las autoridades chipriotas, del marco jurídico necesario para reestructurar las entidades bancarias se impusiera por una supuesta decisión común de la Comisión y del BCE, materializada en la Declaración del Eurogrupo. Por consiguiente, los recursos fueron desestimados por considerarlos inadmisibles.

En el segundo grupo de recursos<sup>95</sup>, los recurrentes solicitaban que se les indemnizase por las pérdidas supuestamente sufridas como resultado de incluir en el Memorándum de Entendimiento de Chipre párrafos que hacían referencia a la resolución de los dos bancos chipriotas y/o la anulación de los párrafos objeto de disputa. El Tribunal de Justicia anuló el auto de inadmisibilidad de los recursos dictado por el Tribunal General al considerar que el comportamiento presuntamente ilícito de las instituciones de la UE, incluso en el marco jurídico del Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad («Tratado MEDE»), podía, en teoría, generar la responsabilidad extracontractual de la Unión Europea a la que se refiere el artículo 340, párrafos segundo y tercero, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Ello en base a la obligación de la Comisión Europea, de conformidad con el artículo 17, apartado 1, del Tratado de la Unión Europea, de promover el interés general de la Unión y velar por la aplicación del Derecho de la Unión, y en su obligación, con arreglo al artículo 13, apartados 3 y 4, del Tratado MEDE, de garantizar que todo Memorándum de Entendimiento firmado por el MEDE sea compatible con el Derecho de la Unión. El Tribunal de Justicia apreció, sobre el fondo del recurso, que, habida cuenta del objetivo de interés general que persigue la Unión Europea, concretamente, el objetivo de garantizar la estabilidad financiera del sistema bancario de la zona del euro, las medidas de resolución identificadas en el Memorándum de Entendimiento de Chipre no constituían una injerencia desmesurada e intolerable en el derecho de propiedad de los recurrentes. Así pues, no podía considerarse que, al haber permitido que se adoptara el párrafo controvertido en el Memorándum de Entendimiento chipriota, la Comisión Europea había incurrido en una violación del derecho de propiedad de los recurrentes. Por lo tanto, el Tribunal de Justicia desestimó las demandas de indemnización por carecer de fundamento jurídico.

En julio de 2016, el Tribunal General de la UE se pronunció a favor del BCE en un recurso de anulación y de indemnización por daños y perjuicios relacionado con determinadas decisiones del Consejo de Gobierno del BCE referentes a la provisión de liquidez de emergencia (ELA, en sus siglas en inglés) concedida por el Bank of Greece a los bancos griegos. En el Asunto T-368/15, el demandante alegaba que las decisiones impugnadas relativas a las operaciones de ELA eran ilícitas y que «provocaron inevitablemente» el cierre temporal de las entidades de crédito y los controles de capital impuestos por las autoridades griegas en el verano de 2015, que, a su vez, provocaron que el demandante sufriese un «perjuicio grave e

---

<sup>95</sup> Asuntos acumulados C-8/15 P a C-10/15 P.

irreparable». Con respecto al recurso de anulación, el Tribunal General dictaminó que era evidente que la exigencia de que las decisiones impugnadas relativas a las operaciones de ELA afecten de forma directa al demandante no se había cumplido y, por tanto, declaró inadmisibile la demanda. En particular, el Tribunal General sostuvo que las decisiones impugnadas de mantener el límite a las operaciones de ELA no imponían, en modo alguno, las medidas en cuestión (es decir, los controles de capital) y, como consecuencia, las autoridades griegas tenían plena libertad para adoptar medidas diferentes. El Tribunal General también rechazó la reclamación por daños y perjuicios por considerarla inadmisibile.

En mayo de 2016, el Tribunal General se pronunció sobre el recurso interpuesto por 150 empleados del BCE (asunto T-129/14 P) contra la sentencia del Tribunal de la Función Pública en el asunto F-15/10 relativo a la reforma del régimen de pensiones del BCE. En mayo de 2009, tras un proceso de reforma de aproximadamente dos años, el BCE congeló el plan de jubilación existente —un sistema mixto— y adoptó un nuevo plan de pensiones que combina un sistema de prestación definida, que constituye el primer pilar, y un sistema de aportación definida, que es el segundo pilar. En el plan de pensiones del BCE se devengan derechos de pensión por períodos de servicio prestados a partir del 1 de junio de 2009 a favor de todos los empleados, incluidos los que se habían incorporado antes de la fecha o en la fecha de entrada en vigor de la reforma, y la única excepción se aplica a los empleados con edades comprendidas entre los 60 y los 65 años el 31 de mayo de 2009 cuyos servicios anteriores y futuros siguen estando cubiertos por el plan de jubilación del BCE. En el recurso interpuesto por 150 empleados se critican varios puntos de la sentencia dictada en primera instancia invocándose ocho motivos. En la sentencia dictada sobre el recurso, el Tribunal General ratificó la sentencia del Tribunal de la Función Pública y rechazó los ocho motivos en su totalidad, confirmando así plenamente de nuevo la legalidad de la reforma del régimen de pensiones del BCE. En lo que concierne al procedimiento seguido para implantar la reforma, el Tribunal General consideró que el BCE no había vulnerado los principios de legalidad y seguridad jurídica. Confirmó que los cambios en las normas del régimen de pensiones se habían decidido con arreglo a las normas sobre competencia y procedimiento. En cuanto a las cuestiones sustantivas, esta sentencia provocó un análisis exhaustivo de la naturaleza de los derechos de pensión. El Tribunal General consideró que los derechos de pensión no forman parte del concepto de «retribución» en el sentido de la Directiva 91/533<sup>96</sup>. Por consiguiente, no son un elemento intangible del contrato de trabajo, y el BCE tiene derecho a reformar el plan de jubilación sin el consentimiento de sus empleados. Con respecto al derecho adquirido invocado por los demandantes de jubilarse a partir de los 60 años sin reducción de las prestaciones, el Tribunal General recordó que, según jurisprudencia reiterada, un funcionario no puede reclamar un derecho adquirido a menos que los hechos que causan ese derecho hayan ocurrido antes de la modificación de las disposiciones. Además, el Tribunal General consideró que los derechos adquiridos de los

---

<sup>96</sup> Directiva del Consejo, de 14 octubre de 1991, relativa a la obligación del empresario de informar al trabajador acerca de las condiciones aplicables al contrato de trabajo o a la relación laboral (91/533/CEE).

empleados que habían cumplido 60 años cuando entró en vigor la reforma no se veían afectados dado el régimen transitorio previsto por el BCE como parte de la misma.

## 6.2 Dictámenes del BCE y casos de incumplimiento

El artículo 127, apartado 4, y el artículo 282, apartado 5, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (el «Tratado») 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 competencia<sup>97</sup>. 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 2016, el BCE adoptó ocho dictámenes sobre propuestas de legislación de la UE y 53 dictámenes sobre proyectos de legislación nacional que entraban en su ámbito de competencia.

En relación con la UE, los dictámenes más significativos<sup>98</sup> adoptados por el BCE hacen referencia al marco europeo para la titulización simple, transparente y normalizada y modificaciones del Reglamento sobre Requerimientos de Capital ([CON/2016/11](#)), a la representación unificada de la zona del euro en el Fondo Monetario Internacional ([CON/2016/22](#)) y al establecimiento de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos ([CON/2016/26](#)).

Varias consultas planteadas por las autoridades nacionales se referían a la legislación relativa a billetes y monedas<sup>99</sup>, la vigilancia de los sistemas de pago<sup>100</sup>, el sistema de valores anotados en cuenta<sup>101</sup>, los requisitos aplicables a transferencias y domiciliaciones<sup>102</sup> y la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo<sup>103</sup>.

---

<sup>97</sup> 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.

<sup>98</sup> Los demás dictámenes son: [CON/2016/10](#) sobre una propuesta de reglamento que modifica el Reglamento sobre Requerimientos de Capital en relación con las exenciones para los operadores en materias primas; [CON/2016/15](#) sobre una propuesta de reglamento sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores; [CON/2016/27](#) sobre una propuesta de reglamento por el que se modifica el Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros, el Reglamento sobre el abuso de mercado y el Reglamento sobre los depositarios centrales de valores, y sobre una propuesta de directiva por la que se modifica la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros; [CON/2016/44](#) sobre una propuesta de reglamento por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos, y el Reglamento (UE) n.º 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos; y [CON/2016/49](#) sobre una propuesta de directiva por la que se modifica la Directiva (UE) 2015/849 relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, y por la que se modifica la Directiva 2009/101/CE.

<sup>99</sup> Véanse [CON/2016/2](#), [CON/2016/4](#), [CON/2016/25](#), [CON/2016/36](#) y [CON/2016/58](#).

<sup>100</sup> Véanse [CON/2016/38](#) y [CON/2016/61](#).

<sup>101</sup> Véase [CON/2016/46](#).

<sup>102</sup> Véase [CON/2016/13](#).

<sup>103</sup> Véase [CON/2016/23](#).

El BCE emitió dictámenes relativos a bancos centrales nacionales (BCN), incluidos los requisitos de auditoría aplicables a un BCN<sup>104</sup>, las obligaciones de información de un BCN frente al parlamento nacional<sup>105</sup>, el funcionamiento del órgano rector de un BCN<sup>106</sup>, la reducción de la retribución legal de los altos cargos de un BCN<sup>107</sup>, la adquisición de la propiedad, por parte de un BCN, de una entidad que realiza operaciones de política monetaria en las regiones ultraperiféricas y los territorios de ultramar<sup>108</sup>, las operaciones de ELA de un BCN<sup>109</sup>, las funciones de resolución de un BCN<sup>110</sup>, el papel de un BCN en relación con un sistema de garantía de depósitos<sup>111</sup>, la supervisión por parte de un BCN de la provisión de servicios de pago<sup>112</sup>, las entidades encargadas de velar por la transmisión de la propiedad inmobiliaria<sup>113</sup> y los contratos de crédito al consumo<sup>114</sup>, la gestión del registro central de crédito y del registro de cuentas bancarias por un BCN<sup>115</sup>, la recopilación de estadísticas financieras por parte de un BCN<sup>116</sup>, el papel de un BCN en el examen del funcionamiento de la competencia en el mercado de préstamos hipotecarios<sup>117</sup>, la contribución de un BCN a un fondo administrado por el FMI<sup>118</sup>, el papel de un BCN en la declaración de la contribución en concepto de primas de seguro<sup>119</sup>, los instrumentos de política monetaria de BCN no pertenecientes a la zona del euro<sup>120</sup>, la exclusión de los derechos de compensación en los créditos aportados como garantía a un banco central del Sistema Europeo de Bancos Centrales<sup>121</sup> y la emisión por parte de un BCN de billetes conmemorativos<sup>122</sup>.

El BCE emitió dictámenes sobre diversos aspectos de las actividades de las entidades financieras<sup>123</sup>, incluido el orden de prelación de los créditos frente a entidades de crédito en caso de concurso de acreedores<sup>124</sup>, la imposición de límites a los tipos de interés variable aplicables a los préstamos hipotecarios<sup>125</sup>, la remuneración de cuentas de ahorro<sup>126</sup>, los requisitos de la amortización

---

<sup>104</sup> Véanse [CON/2016/24](#), [CON/2016/30](#), [CON/2016/33](#) y [CON/2016/52](#).

<sup>105</sup> Véanse [CON/2016/33](#), [CON/2016/35](#) y [CON/2016/52](#).

<sup>106</sup> Véanse [CON/2016/9](#), [CON/2016/33](#), [CON/2016/47](#) y [CON/2016/52](#).

<sup>107</sup> Véase [CON/2016/32](#).

<sup>108</sup> Véase [CON/2016/14](#).

<sup>109</sup> Véase [CON/2016/55](#).

<sup>110</sup> Véanse [CON/2016/5](#) y [CON/2016/28](#).

<sup>111</sup> Véanse [CON/2016/3](#) y [CON/2016/6](#).

<sup>112</sup> Véase [CON/2016/19](#).

<sup>113</sup> Véase [CON/2016/16](#).

<sup>114</sup> Véanse [CON/2016/31](#) y [CON/2016/34](#).

<sup>115</sup> Véanse [CON/2016/42](#) y [CON/2016/57](#).

<sup>116</sup> Véase [CON/2016/29](#).

<sup>117</sup> Véase [CON/2016/54](#).

<sup>118</sup> Véase [CON/2016/21](#).

<sup>119</sup> Véase [CON/2016/45](#).

<sup>120</sup> Véanse [CON/2016/12](#), [CON/2016/40](#) y [CON/2016/56](#).

<sup>121</sup> Véase [CON/2016/37](#).

<sup>122</sup> Véase [CON/2016/60](#).

<sup>123</sup> Véanse [CON/2016/17](#), [CON/2016/41](#), [CON/2016/50](#), [CON/2016/1](#), [CON/2016/18](#) y [CON/2016/55](#).

<sup>124</sup> Véanse [CON/2016/7](#), [CON/2016/28](#) y [CON/2016/53](#).

<sup>125</sup> Véase [CON/2016/54](#).

<sup>126</sup> Véase [CON/2016/51](#).

hipotecaria<sup>127</sup>, el reembolso de ciertos diferenciales cobrados en préstamos vinculados a divisas<sup>128</sup>, la reestructuración de los préstamos en moneda extranjera<sup>129</sup>, la reforma de las cooperativas de crédito<sup>130</sup>, las restricciones a la adquisición de bienes inmuebles o el capital social por parte de entidades de crédito<sup>131</sup>, el nombramiento de los miembros del comité de supervisión de una entidad de crédito<sup>132</sup>, la ratio de pagos sobre rentas y la relación préstamo-valor<sup>133</sup>, un sistema de garantías para las titulizaciones de préstamos dudosos<sup>134</sup>, la aplicación de un impuesto sobre determinadas instituciones financieras<sup>135</sup>, el funcionamiento de los registros centrales de crédito<sup>136</sup> y el funcionamiento de los sistemas nacionales de garantía de depósitos<sup>137</sup>.

El BCE también emitió un dictamen sobre la función del representante de la Autoridad de Supervisión Financiera nacional en el Consejo de Supervisión del BCE<sup>138</sup>.

Se registraron ocho casos de incumplimiento de la obligación de consultar al BCE sobre proyectos de disposiciones legales nacionales, y algunos se consideraron claros e importantes<sup>139</sup>.

El Ministerio de Economía y Finanzas italiano no consultó al BCE sobre el Decreto-ley relativo a las medidas urgentes para la protección de los ahorros en el sector bancario, dirigidas a establecer el marco jurídico para la provisión de ayuda financiera pública extraordinaria a los bancos italianos. El Ministerio de Finanzas griego no consultó al BCE sobre la ley relativa a pagos electrónicos.

Por último, el Ministerio de Economía húngaro no consultó al BCE sobre la ley de comunidades nacionales creadas para la adquisición de vivienda (*nemzeti otthonteremtési közösségek*)<sup>140</sup>, que suscitó dudas sobre una posible vulneración de la independencia del banco central.

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

---

<sup>127</sup> Véase [CON/2016/18](#).

<sup>128</sup> Véase [CON/2016/50](#).

<sup>129</sup> Véase [CON/2016/39](#).

<sup>130</sup> Véanse [CON/2016/17](#) y [CON/2016/41](#).

<sup>131</sup> Véase [CON/2016/48](#).

<sup>132</sup> Véase [CON/2016/28](#).

<sup>133</sup> Véase [CON/2016/8](#).

<sup>134</sup> Véase [CON/2016/17](#).

<sup>135</sup> Véase [CON/2016/1](#).

<sup>136</sup> Véase [CON/2016/42](#).

<sup>137</sup> Véanse [CON/2016/3](#) y [CON/2016/6](#).

<sup>138</sup> Véase [CON/2016/43](#).

<sup>139</sup> Estos incluyen: i) los casos en los que una autoridad nacional no consultó al BCE sobre proyectos de disposición legal que entraban en el ámbito de competencia del BCE; y ii) los casos en los que una autoridad nacional consultó formalmente al BCE, pero sin dejarle tiempo suficiente para examinar el proyecto de disposición legal y adoptar su dictamen antes de la aprobación de dicha disposición.

<sup>140</sup> Ley de comunidades nacionales creadas para la adquisición de vivienda (*nemzeti otthonteremtési közösségek*), publicada en el *Magyar Kozlony* (Boletín Oficial de Hungría), número 49, 11 de abril de 2016.



### 6.3 Aspectos jurídicos relacionados con el Mecanismo Único de Supervisión

En 2016, el BCE adoptó varios instrumentos jurídicos relativos al desempeño de sus funciones de supervisión, que se publicaron en el Diario Oficial de la Unión Europea y en el sitio web del BCE. En el [Informe Anual sobre las actividades de supervisión del BCE de 2016](#) puede consultarse la lista de instrumentos jurídicos en materia de supervisión bancaria adoptados en 2016.

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

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 271, letra d, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, el BCE tiene encomendada la tarea de supervisar el cumplimiento 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 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 2016 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 2016, no todos los BCN de la UE disponían de políticas de remuneración de los depósitos del sector público que cumplieran plenamente los límites máximos de remuneración. En concreto, 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.



El BCE determinó que la creación y la financiación de MARK Zrt., una sociedad de gestión de activos, por parte del Magyar Nemzeti Bank, constituye un incumplimiento de la prohibición de financiación monetaria que debe corregirse.

En mayo de 2016, el Magyar Nemzeti Bank proporcionó una línea de crédito puente a tres meses al fondo de compensación de inversores húngaro (*Karrendezesi Alap*). El BCE consideró que esta operación podría incumplir la prohibición de financiación monetaria, ya que existían otras opciones para proporcionar financiación a corto plazo a dicho fondo que no habrían requerido la financiación del Magyar Nemzeti Bank. Este caso no debe servir de precedente.

En respuesta a la preocupación reflejada en los informes anuales del BCE de 2014 y 2015, el BCE continuó realizando un seguimiento de varios programas puestos en marcha por el Magyar Nemzeti Bank en 2014 y 2015. Estos programas no estaban 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 incluían inversiones inmobiliarias del Magyar Nemzeti Bank, un programa para fomentar la educación financiera a través de una red de seis fundaciones y desarrollar su estrategia de inversión, la transferencia al banco central de empleados que trabajaban anteriormente en la autoridad de supervisión financiera húngara, un programa de adquisición de obras de arte y bienes culturales húngaros, y un programa de incentivos para la adquisición de valores admitidos, principalmente deuda pública, por parte de las entidades de crédito. En vista del número, el alcance y la magnitud de estas operaciones, el BCE continuará realizando un estrecho seguimiento con el fin de garantizar que no incumplan la prohibición relativa a la financiación monetaria y al acceso privilegiado. Asimismo, el Magyar Nemzeti Bank debe asegurarse de que los recursos que el banco central ha proporcionado a su red de fundaciones no se utilicen, directa o indirectamente, para financiar al sector público. 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 2016, principalmente mediante la venta de bonos a tipo de interés variable a largo plazo, supone un avance en la dirección necesaria de enajenación íntegra de estos activos. Sin embargo, un programa de venta más ambicioso podría aliviar en mayor medida los problemas más persistentes y graves relacionados con la financiación monetaria.

## 7 Relaciones europeas e internacionales

### 7.1 Relaciones europeas

En 2016, el BCE siguió manteniendo un estrecho diálogo con las instituciones y foros europeos, en particular con el Parlamento Europeo, el Consejo Europeo, el Consejo ECOFIN, el Eurogrupo y la Comisión Europea. En el transcurso del año se dieron nuevos pasos para completar la unión bancaria y para continuar con el saneamiento del sector financiero de la zona del euro. La situación económica de la zona del euro y el programa de ajuste macroeconómico de Grecia también 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. La necesidad de desarrollar una estrategia coherente en materia de política fiscal, financiera y estructural con el objetivo de afianzar la recuperación en Europa fue uno de los temas debatidos en las reuniones del Consejo Europeo a las que asistió el presidente del BCE.

#### 7.1.1 Culminación de la Unión Económica y Monetaria europea

Los trabajos encaminados a culminar la Unión Económica y Monetaria (UEM) continuaron, en consonancia con la hoja de ruta establecida en 2015 en el denominado Informe de los cinco presidentes titulado «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea».

Se avanzó en el establecimiento de la unión bancaria con la aplicación de la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria y la Directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos. Asimismo, a lo largo del año, el BCE siguió propugnando la adopción de medidas firmes para completar la unión bancaria, especialmente en debates técnicos orientados a la creación de un mecanismo de respaldo común y creíble para el Fondo Único de Resolución y de un sistema europeo de garantía de depósitos. Junto con la unión bancaria, la unión de los mercados de capitales europeos puede reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero mejorando la distribución transfronteriza de riesgos y propiciando un acceso más amplio y más fácil a la financiación.

En cuanto al marco de gobernanza económica, el Consejo Fiscal Europeo comenzó a estar operativo. De cara al futuro, se debería reforzar su mandato e independencia institucional con el fin de asegurar que desempeñe un papel destacado en la consecución de una mayor transparencia y un cumplimiento más riguroso de las reglas fiscales<sup>141</sup>. El 20 de septiembre de 2016, el Consejo de la UE formuló una recomendación en la que se instaba a los países de la zona del euro a establecer consejos nacionales de productividad. Se espera que estos consejos den un nuevo impulso a la aplicación de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

<sup>141</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «La creación del Consejo Fiscal Europeo», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2015.

Su eficacia dependerá no solo del alto nivel de competencias técnicas de los profesionales que integren los consejos, sino también de su plena independencia. El trabajo de los consejos de productividad debería garantizar que se tenga suficientemente en cuenta la dimensión europea, mediante el intercambio de buenas prácticas entre los Estados miembros y subrayando la dimensión de la zona del euro al analizar y abordar cuestiones de competitividad a escala nacional.

Además, en reiteradas ocasiones, el BCE ha subrayado la necesidad de una aplicación coherente y exhaustiva de las disposiciones del actual marco de gobernanza, ámbito en el que, hasta ahora, los progresos no han sido satisfactorios. Un ejemplo es la limitada implementación de las recomendaciones específicas por país de la Comisión Europea (véase también la sección 1.6 del capítulo 1) y el incumplimiento de las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La plena observancia de las normas presupuestarias y la coordinación más efectiva de las políticas económicas serán un requisito indispensable para que se genere la confianza necesaria entre los Estados miembros a fin de avanzar en la profundización de la UEM. El BCE ha subrayado la importancia de una mayor cesión de soberanía a medio y largo plazo, por ejemplo, a través del fortalecimiento de la gobernanza con un cambio de enfoque, pasando de un sistema de reglas a otro centrado en las instituciones<sup>142</sup>.

Al mismo tiempo, Europa también afronta desafíos fuera del ámbito económico, especialmente en materia de migración y seguridad. Para abordar estas cuestiones de forma sostenible es necesario tener una economía sólida. Así pues, la culminación de la UEM es un cometido importante para el fortalecimiento de Europa, y el Eurosistema está dispuesto a contribuir a esta tarea.

### 7.1.2 Rendición de cuentas democrática

El BCE es una institución independiente que goza de plena libertad para utilizar, según sea preciso, los instrumentos disponibles dentro de su mandato. La rendición de cuentas es la contrapartida necesaria de esta independencia, y 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 de los ciudadanos de la UE elegidos democráticamente.

En 2016, el presidente del BCE asistió a cuatro comparecencias ordinarias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo<sup>143</sup>. En estas comparecencias, los miembros del Parlamento Europeo se centraron, en particular, en la política monetaria del BCE, en las políticas relativas al sector financiero, en los programas de ajuste macroeconómico y en la reforma de la gobernanza de la zona del euro (véase gráfico 36).

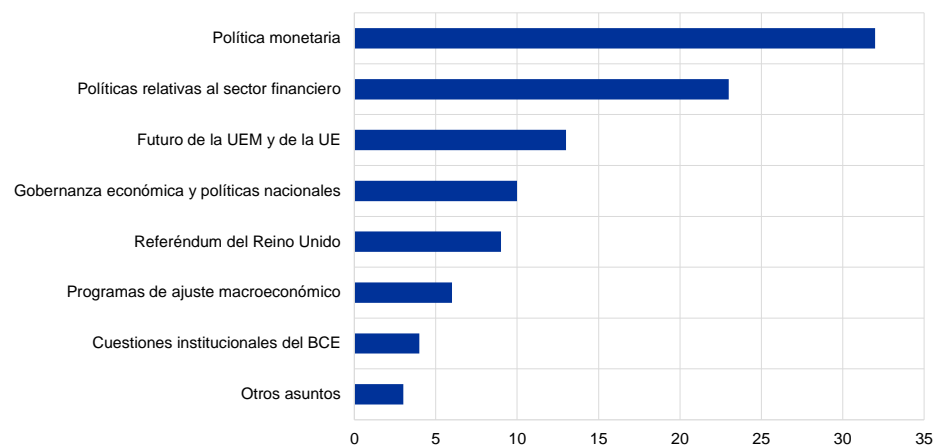
<sup>142</sup> Véase también el artículo titulado «[Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2016.

<sup>143</sup> Los Comunicados Preliminares están disponibles en el [sitio web del BCE](#).

### Gráfico 36

#### Temas de las preguntas planteadas durante las comparecencias ordinarias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

En 2016, el BCE decidió publicar por primera vez sus comentarios sobre las observaciones incluidas en la resolución del Parlamento Europeo sobre el Informe Anual del año anterior, en respuesta a una sugerencia planteada en dicha resolución como paso para seguir mejorando la rendición de cuentas<sup>144</sup>. Anteriormente, estos comentarios solo se facilitaban a los miembros del Parlamento Europeo junto con el Informe Anual.

### Cuadro 3

#### Resumen de las comparecencias de 2016 ante el Parlamento Europeo

Comparecencia	Miembro del Comité Ejecutivo	Fecha	Temas tratados
Comparecencias ordinarias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON)	Presidente	15 de febrero	Véase gráfico 36
		21 de junio	
		26 de septiembre	
		28 de noviembre	
Comparecencias relacionadas con el Informe Anual del BCE	Presidente	1 de febrero	Sesión plenaria sobre el Informe Anual 2014 del BCE
	Vicepresidente	7 de abril	Presentación del Informe Anual 2015 del BCE (reunión de la ECON)
	Presidente	21 de noviembre	Sesión plenaria sobre el Informe Anual 2015 del BCE
Otras comparecencias	Sabine Lautenschläger	25 de enero	Recopilación de datos sobre crédito (reunión de la ECON)
	Benoît Cœuré	2 de marzo	Capacidad fiscal para la zona del euro (reunión conjunta de la ECON y de la Comisión de Presupuestos)
		12 de octubre	Tercer programa de ajuste macroeconómico de Grecia (reunión del <i>Financial Assistance Working Group</i> )

Fuente: BCE.

<sup>144</sup> Véase el párrafo 23 de la resolución del Parlamento Europeo sobre el Informe Anual 2014 del BCE, que puede consultarse en el [sitio web del Parlamento Europeo](#).

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 preguntas recibidas en 2016 se han publicado en el sitio web del BCE<sup>145</sup>. La mayoría de las cuestiones planteadas se centraron en la aplicación de las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, en las perspectivas económicas y en los programas de ajuste macroeconómico.

Como en el pasado, el BCE realizó aportaciones a los debates del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE sobre propuestas legislativas que se inscriben dentro de sus ámbitos de competencia. Fuera del marco de rendición de cuentas, otros representantes del BCE participaron en reuniones públicas de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios sobre cuestiones técnicas relacionadas con las áreas de especialización y las funciones del BCE.

El BCE también debe rendir cuentas de sus actividades de supervisión bancaria ante el Parlamento Europeo y ante el Consejo de la UE<sup>146</sup>. En el [Informe Anual sobre las actividades de supervisión de 2016](#) del BCE se proporciona información más detallada.

## 7.2 Relaciones internacionales

En un entorno internacional complejo, el BCE participó en debates en foros internacionales, recopiló información e informó sobre su propia política, fortaleciendo así las relaciones con las principales contrapartes en el exterior. Estas actividades fueron especialmente importantes en un año en el que las autoridades monetarias de todo el mundo continuaron respaldando la incipiente recuperación económica.

### 7.2.1 G-20

En un contexto de persistencia del lento ritmo de recuperación económica global, la presidencia china del G-20 se centró en promover el crecimiento mundial y puso de relieve la importancia de las reformas estructurales como complemento de las políticas monetarias y fiscales en la consecución de este objetivo. Asimismo, la presidencia del G-20 amplió el debate sobre los motores del crecimiento para incluir la innovación y la digitalización. El G-20 también introdujo medidas adicionales para mejorar la vigilancia mutua de las reformas estructurales en el marco de su «agenda reforzada de reformas estructurales». Con el trasfondo del creciente sentimiento antiglobalización, el G-20 prestó mayor atención a la desigualdad y a la integración, e instó a que se avance hacia un entorno tributario internacional más justo aplicando un nuevo enfoque centrado en la titularidad real y en la forma de tratar a las jurisdicciones

<sup>145</sup> Todas las respuestas del presidente del BCE a las preguntas de los miembros del Parlamento Europeo se publican en una sección específica del [sitio web del BCE](#).

<sup>146</sup> Las respuestas por escrito del presidente del Consejo de Supervisión del BCE a las preguntas formuladas por los miembros del Parlamento Europeo se publican en el sitio web de Supervisión Bancaria del BCE.

fiscales no cooperadoras. Los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G-20, a cuyas reuniones asiste el presidente del BCE, se comprometieron a mantener un estrecho diálogo sobre los mercados de divisas y a evitar cualquier forma de proteccionismo en las políticas comerciales y de inversión. En el marco de los recientes ataques terroristas, también se han intensificado los esfuerzos para luchar contra la financiación del terrorismo. Se apoyó la finalización de los elementos esenciales del marco de regulación financiera haciéndose hincapié en una aplicación íntegra, coherente y en el plazo previsto de la agenda de reformas acordada para el sector financiero. En la cumbre de Hangzhou, los líderes del G-20 también instaron a avanzar en la promoción de la financiación verde y, en el marco de los debates relativos a la arquitectura financiera internacional, en el análisis del mayor uso de los derechos especiales de giro (DEG), en la ampliación del número de miembros del Club de París y en la potenciación del papel de los bancos multilaterales de desarrollo ya existentes y de los de nueva creación.

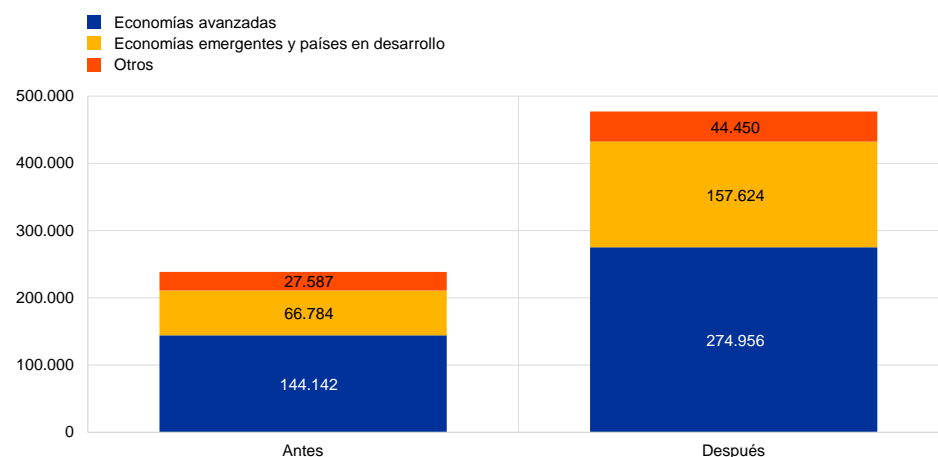
## 7.2.2 Políticas relacionadas con el FMI y con la arquitectura financiera internacional

El BCE continuó promoviendo la adopción de posiciones comunes europeas en las discusiones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) relacionadas con las políticas del Fondo y, más en general, con la arquitectura financiera internacional. En cuanto a la estructura de gobierno del FMI, la profunda reforma del régimen de cuotas y de dicha estructura de 2010 entró en vigor a principios de 2016, tras ser ratificada por la mayoría requerida de miembros de la institución. Esta reforma supuso una modificación de las cuotas superior al 6 % a favor de economías emergentes y de países en desarrollo dinámicos, reflejando mejor su creciente papel en la economía mundial. Como parte de este paquete de reformas, los países europeos avanzados se comprometieron a reducir en dos puestos su representación en el Directorio Ejecutivo.

### Gráfico 37

#### Distribución de las cuotas del FMI antes y después de la reforma de 2010

(millones de DEG)



Fuentes: FMI y cálculos de los expertos del BCE.

El BCE propugna que el FMI sea una institución fuerte, basada en cuotas y dotada de los recursos adecuados, que ocupe un lugar central en el sistema monetario internacional, donde realiza una importante contribución a la estabilidad económica y financiera global. Con el apoyo de los Estados miembros de la UE, los recursos totales del FMI provenientes de las cuotas se duplicaron hasta alcanzar la cifra de 477 mm de DEG en 2016. Los países miembros del FMI, incluidos varios Estados miembros de la UE, también comprometieron en torno a 260 mm de DEG para garantizar la continuidad del acceso del Fondo a los acuerdos de préstamos bilaterales en un marco de gobernanza reforzado. El calendario de deliberaciones sobre la Decimoquinta Revisión General de Cuotas se modificó con el fin de concluir la revisión, a más tardar, en las Reuniones Anuales de 2019.

Dado que es fundamental que las políticas de préstamo del FMI sigan respondiendo a las necesidades de sus miembros, la institución examinó la idoneidad de la red de seguridad financiera global, incluida su cobertura, su disponibilidad y los costes derivados de proporcionar instrumentos de prevención y resolución de crisis.

Tras las crisis registradas en algunos países de la zona del euro y los correspondientes programas de préstamo y de ajuste de la UE y el FMI para esos países, la [Oficina de Evaluación Independiente del FMI](#) (OEI) publicó un informe exhaustivo sobre el papel desempeñado por el Fondo durante estas crisis y su participación en los programas de asistencia financiera de Grecia, Irlanda y Portugal. Aunque el informe se centraba fundamentalmente en el proceso de toma de decisiones del FMI, también recogía algunas reflexiones sobre cuestiones económicas, como las causas de la crisis y la naturaleza y adecuación de las condiciones en materia de políticas.

### 7.2.3 Cooperación técnica

El BCE amplió su cooperación técnica con bancos centrales no pertenecientes a la Unión Europea para fomentar prácticas de banca central adecuadas y contribuir así a la estabilidad monetaria y financiera internacional. Las actividades de cooperación reflejan el papel del BCE como uno de los principales bancos centrales de la economía global. El BCE siguió cooperando con bancos centrales de economías emergentes del G-20 (como India y Turquía) con objeto de compartir competencias técnicas y buenas prácticas. En 2016 se firmó un nuevo Memorando de Entendimiento con el Banco Central de Brasil como base para una cooperación más intensa, centrada en temas fundamentales de banca central, entre ellos la política monetaria, la estabilidad financiera y la supervisión bancaria. El fortalecimiento de la cooperación con organizaciones regionales e internacionales favoreció la proyección del BCE en América Latina, Asia y África.

El BCE continuó cooperando con bancos centrales de países que tienen expectativas de adherirse a la UE, principalmente a través de una serie de seminarios regionales. En concreto, estos seminarios se centraron en los desafíos institucionales existentes en el contexto de la adhesión a la UE, la supervisión macro y microprudencial y la independencia del banco central como elemento clave

de una buena gobernanza económica. La cooperación técnica con los bancos centrales de los países candidatos y posibles candidatos a la UE se realiza en estrecha colaboración con los BCN de la UE y complementa el seguimiento y el análisis que realiza regularmente el BCE de la evolución económica y financiera de estos países y el diálogo con sus bancos centrales en relación con sus políticas.

## Recuadro 9

### Brexit – implicaciones y perspectivas

---

El 23 de junio de 2016, el Reino Unido celebró un referéndum sobre su pertenencia a la UE. Una mayoría del 51,9 % de los participantes votó a favor de que el país abandone la Unión Europea. De conformidad con el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, la notificación formal por parte del Reino Unido al Consejo Europeo de su intención de abandonar la Unión Europea pondrá en marcha un proceso de negociación de un acuerdo de retirada entre la Unión Europea y el Reino Unido. En estos momentos, la incertidumbre en torno a la relación económica futura del Reino Unido con la UE es elevada<sup>147</sup>.

Los días inmediatamente posteriores al referéndum se caracterizaron por un aumento de la incertidumbre, por un episodio transitorio de volatilidad y por una acusada depreciación de la libra esterlina. La zona del euro afrontó este incremento de la incertidumbre y de la volatilidad con una fortaleza alentadora gracias a los preparativos de los bancos centrales y de las autoridades de supervisión (entre ellos, los mecanismos de respaldo de la liquidez de los bancos centrales y la interacción de los supervisores con las entidades de crédito en lo que respecta a los riesgos de liquidez, de financiación y operacionales), así como a un marco regulatorio reforzado<sup>148</sup>. Si bien el elevado exceso de liquidez hacía improbable que el BCE tuviera que recurrir a medidas de contingencia, se garantizó —como se menciona en la [nota de prensa](#) del BCE del 24 de junio de 2016— que se podría proporcionar liquidez adicional en caso necesario, incluso a través de [líneas swap permanentes](#) con el Banco de Inglaterra. Asimismo, la Supervisión Bancaria del BCE se había mantenido en estrecho contacto con los bancos más expuestos antes del referéndum para asegurarse de que estaban siguiendo atentamente los riesgos y se estaban preparando para los posibles resultados del referéndum.

De cara al futuro, las implicaciones económicas concretas del resultado del referéndum son difíciles de prever. Dependerán, sobre todo, del calendario, de los progresos y del resultado final de las próximas negociaciones entre la Unión Europea y el Reino Unido. El impacto del resultado del referéndum sobre las perspectivas económicas de la zona del euro se analizó en las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2016](#) y en un [recuadro del Boletín Económico del BCE](#), en el que se llegó a la conclusión de que el impacto sobre la actividad económica de la zona del euro sería limitado a corto plazo. Además, el informe de estabilidad financiera (*Financial Stability Review*) del BCE de noviembre de 2016 abordó aspectos de estabilidad financiera relacionados con el resultado del referéndum. Se llegó a la conclusión de que la mayor parte de los segmentos del mercado afectados por las turbulencias posteriores al referéndum del Reino Unido recuperaron rápidamente el grueso de sus pérdidas.

---

<sup>147</sup> Véase también la sección 1.1 del capítulo 1.

<sup>148</sup> Para un análisis más amplio, véase la sección 1.2 del capítulo 1.



El presidente del BCE también explicó en varias ocasiones ante el Parlamento Europeo, por ejemplo, el 26 de septiembre de 2016 y el 28 de noviembre de 2016, el análisis del BCE sobre el posible impacto del Brexit. En dichas ocasiones, el BCE subrayó las ventajas del mercado único para la zona del euro y para el Reino Unido. Con independencia de la relación que se establezca entre la Unión Europea y el Reino Unido, será imprescindible mantener la integridad del mercado único y la homogeneidad de las normas y su aplicación. En la reunión informal celebrada en Bratislava en septiembre, los jefes de Estado y de Gobierno de los 27 Estados miembros de la UE restantes analizaron por primera vez su futuro común una vez se produzca la salida del Reino Unido. Con el fin de responder a las inquietudes actuales de los ciudadanos, acordaron una hoja de ruta para abordar los retos comunes relacionados con la migración, el terrorismo y la inseguridad económica y social. El BCE recalcó en diversas ocasiones que, para reforzar la capacidad de Europa en estos ámbitos, el proyecto europeo necesitaba cimientos económicos más sólidos.

---

## 8 Comunicación externa

### Explicación de la política del BCE a los ciudadanos europeos

Una comunicación abierta y transparente refuerza la eficacia de la política de un banco central. Permite mantener al público en general y a los mercados financieros informados sobre los objetivos y las funciones de la institución, explicar los motivos de sus actuaciones y, de esta forma, guiar sus expectativas. La trayectoria de comunicación abierta del BCE viene de lejos y en 2016 se continuó mejorando, en particular, a través de un mayor desarrollo de sus actividades de divulgación y de la comunicación digital.

### Actividades de divulgación

En 2016, el BCE siguió desarrollando iniciativas encaminadas a llegar al público en general para ayudarle a entender sus políticas y decisiones y, así, generar una mayor confianza entre los ciudadanos de la zona del euro.

El BCE recibió en Fráncfort a 522 grupos de visitantes, acogiendo a más 15.000 personas procedentes de 35 países. Los visitantes asistieron a presentaciones generales y específicas que les permitieron interactuar con expertos del BCE. También tuvieron la oportunidad de realizar visitas guiadas al nuevo edificio del BCE y a sus exposiciones de arte y sobre el euro. En julio de 2016, el BCE empezó a abrir sus puertas a la comunidad local el primer sábado de cada mes, y en la segunda mitad del año atrajo más de 3.000 visitantes.

Con el fin de explicar sus funciones a los ciudadanos más jóvenes de la zona del euro, el BCE celebró la sexta edición de su concurso «Generación Euro». El concurso constituye el principal canal de interacción del Banco con estudiantes de

edades comprendidas entre los 16 y los 19 años y con sus profesores, y su objetivo es que conozcan mejor la política monetaria y el BCE. Los estudiantes participan en un juego de rol en el que deben tomar decisiones de política monetaria basándose en su diagnóstico de la situación económica y monetaria de la zona del euro.

El BCE también centró su atención en grupos de menor edad. El 3 de octubre de 2016, el BCE acogió a 230 niños de edades comprendidas entre los 8 y los 10 años, y a sus familias, en la segunda jornada de puertas abiertas del popular programa infantil de la televisión alemana «Die Sendung mit der MausZ». El programa incluyó visitas guiadas al edificio, presentaciones, talleres sobre el papel y la función del BCE, y sobre los billetes y monedas en euros, juegos educativos y varias exposiciones.

Asimismo, se han llevado a cabo esfuerzos de divulgación fuera de Fráncfort. Por ejemplo, el BCE, junto con el Central Bank of Ireland, asistió a la «National Ploughing Championships» de Irlanda de 2016, la mayor exposición y feria agrícola al aire libre de Europa.

## Mayor digitalización

El BCE también ha mejorado su comunicación digital para adaptarse a los patrones actuales de acceso a las noticias.

Desde una perspectiva de contenidos, el BCE ha intensificado sus esfuerzos para ser más accesible al público en general, utilizando los canales de comunicación digital y un lenguaje sencillo para explicar conceptos muy técnicos que ayuden a entender sus decisiones. Un ejemplo de ello es la sección «El BCE explicado» del sitio web del BCE, que está disponible en muchos idiomas de la UE. Este enfoque digital también va acompañado de un mayor uso de la infografía.

Desde una perspectiva técnica, el Banco ha modernizado sus sitios web. Tanto el sitio web del BCE como el de la Junta Europea de Riesgo Sistémico incorporan un diseño plenamente adaptable, en el sentido de que garantiza una visualización óptima de las páginas web y de las publicaciones importantes con independencia del dispositivo que utilicen los lectores. Además, el BCE ha satisfecho la creciente demanda de alta calidad en la retransmisión de eventos por Internet.

La presencia del BCE en las redes sociales ha seguido creciendo. La [cuenta de Twitter](#) tiene ahora más de 360.000 seguidores y se utiliza para destacar publicaciones y mensajes clave de discursos. En diciembre de 2016, el BCE celebró su primer debate en directo en Twitter, durante el cual Benoît Cœuré respondió a las preguntas planteadas por el público bajo la etiqueta #askECB, lográndose así una interacción directa en tiempo real. Asimismo, el BCE utiliza su canal de YouTube para publicar vídeos y Flickr para las fotografías. El BCE también dispone de una cuenta en LinkedIn a la que están suscritos unos 43.000 ciudadanos.

# Anexos

## 1 Marco institucional

### Órganos rectores y gobierno corporativo del BCE

El Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) están gobernados por los órganos rectores del BCE: el [Consejo de Gobierno](#) y el [Comité Ejecutivo](#). El [Consejo General](#) es el tercer órgano rector del BCE, en tanto existan Estados miembros de la UE que aún no hayan adoptado el euro. El funcionamiento de los órganos rectores está determinado por el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los Estatutos del SEBC y los Reglamentos internos correspondientes<sup>149</sup>. Las decisiones se toman de manera centralizada tanto en el Eurosistema como en el SEBC. Sin embargo, el BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro contribuyen conjuntamente, tanto de forma estratégica como operativa, a la consecución de los objetivos comunes del Eurosistema, con el respeto debido al principio de descentralización de conformidad con los Estatutos del SEBC.

En el contexto de las responsabilidades del BCE relacionadas con la supervisión bancaria, el Consejo de Gobierno adopta actos jurídicos por los que se establece el marco general en el que se toman las decisiones de supervisión y aprueba, según el procedimiento de no objeción, los proyectos de decisiones de supervisión elaborados por el [Consejo de Supervisión](#)<sup>150</sup>. El [Informe Anual sobre las actividades de supervisión de 2016](#) del BCE contiene información más detallada sobre la función de supervisión del BCE.

### Consejo de Gobierno

El [Consejo de Gobierno](#) es el principal órgano rector del BCE. Está compuesto por los miembros del Comité Ejecutivo del BCE y por los gobernadores de los BCN de los países de la zona del euro. Los derechos de voto de los miembros del Consejo de Gobierno rotan según un sistema específico que puede consultarse en el [sitio web del BCE](#).

---

<sup>149</sup> Para más información sobre los Reglamentos internos del BCE, véanse la Decisión (UE) 2016/1717 del BCE, de 21 de septiembre de 2016, por la que se modifica la Decisión BCE/2004/2, por la que se adopta el Reglamento interno del BCE (BCE/2016/27), DO L 258 de 24.9.2016, p. 17 y las decisiones BCE/2015/8, BCE/2014/1 y BCE/2009/5; la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo, DO L 80 de 18.3.2004, p. 33; la Decisión BCE/2004/12, de 17 de junio de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Consejo General del BCE, DO L 230 de 30.6.2004, p. 61; y la Decisión BCE/1999/7, de 12 de octubre de 1999, relativa al Reglamento interno del Comité Ejecutivo del BCE, DO L 314 de 8.12.1999, p. 34. Estos reglamentos pueden consultarse en el [sitio web del BCE](#).

<sup>150</sup> En el [sitio web de Supervisión Bancaria del BCE](#) puede consultarse más información sobre la adopción de decisiones en el Mecanismo Único de Supervisión.

El Consejo de Gobierno habitualmente [se reúne cada dos semanas](#) en la sede el BCE en Fráncfort del Meno, Alemania. En 2016 hubo un total de 23 reuniones. Las reuniones sobre política monetaria se celebran cada seis semanas. Las [reseñas](#) de estas reuniones se publican por regla general con un desfase de cuatro semanas. En las reuniones que no son de política monetaria, el Consejo de Gobierno trata principalmente asuntos relacionados con otras funciones y responsabilidades del BCE y el Eurosistema. Para garantizar la separación entre la política monetaria y otras funciones del BCE y sus competencias de supervisión, el Consejo de Gobierno celebra reuniones separadas para abordar las cuestiones de supervisión.

El Consejo de Gobierno también puede adoptar decisiones mediante procedimiento escrito. En 2016 se llevaron a cabo más de 1.400 procedimientos escritos, de los que más de 1.000 fueron procedimientos de no objeción.

## **Consejo de Gobierno**

**Mario Draghi** Presidente del BCE

**Vítor Constâncio** Vicepresidente del BCE

**Josef Bonnici** Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (hasta el 30 de junio de 2016)

**Benoît Cœuré** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Carlos Costa** Gobernador del Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Gobernadora del Central Bank of Cyprus

**Ardo Hansson** Gobernador del Eesti Pank

**Boštjan Jazbec** Gobernador de la Banka Slovenije

**Klaas Knot** Presidente del De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Gobernador del Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

**Sabine Lautenschläger** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Erkki Liikanen** Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Gobernador del Banco de España

**Jozef Makúch** Gobernador del Národná banka Slovenska

**Yves Mersch** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Ewald Nowotny** Gobernador del Oesterreichische Nationalbank

**Peter Praet** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Gaston Reinesch** Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Gobernador del Latvijas Banka

**Jan Smets** Gobernador del Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Yannis Stournaras** Gobernador del Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

**Mario Vella** Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (desde el  
1 de julio de 2016)

**François Villeroy de Galhau** Gobernador de la Banque de France

**Ignazio Visco** Gobernador de la Banca d'Italia

**Jens Weidmann** Presidente del Deutsche Bundesbank



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

Fila intermedia (de izquierda a derecha): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Jozef Makúch, Ignazio Visco

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

Nota: Luis M. Linde y Mario Vella no estaban presentes cuando se tomó la fotografía.

## Comité Ejecutivo

El **Comité Ejecutivo** está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y otros cuatro miembros nombrados por el Consejo Europeo, por mayoría cualificada, tras consultar con el Parlamento Europeo y con el BCE. El Comité Ejecutivo es responsable de la preparación de las reuniones del Consejo de Gobierno, de poner en práctica la política monetaria de la zona del euro con arreglo a las orientaciones y decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno y de la gestión diaria del BCE.

### Comité Ejecutivo

**Mario Draghi** Presidente del BCE

**Vítor Constâncio** Vicepresidente del BCE

**Benoît Cœuré** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Sabine Lautenschläger** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Yves Mersch** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE

**Peter Praet** Miembro del Comité Ejecutivo del BCE



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

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

## Consejo General

El **Consejo General** está compuesto por el presidente y el vicepresidente del BCE y los gobernadores de los BCN de los 28 Estados miembros de la UE. Entre otras cosas, el Consejo General contribuye a las funciones consultivas del BCE, a la recopilación de información estadística, al establecimiento de las normas necesarias para normalizar los procedimientos contables y de información relativos a las operaciones emprendidas por los BCN, a la adopción de medidas relacionadas con la determinación de la clave para la suscripción de capital del BCE distintas de las recogidas en el Tratado y al establecimiento de las condiciones de contratación del personal del BCE.

### Consejo General

**Mario Draghi** Presidente del BCE

**Vítor Constâncio** Vicepresidente del BCE

**Marek Belka** Presidente del Narodowy Bank Polski (hasta el 20 de junio de 2016)

**Josef Bonnici** Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (hasta el 30 de junio de 2016)

**Mark Carney** Gobernador del Bank of England

**Carlos Costa** Gobernador del Banco de Portugal

**Chrystalla Georghadji** Gobernadora del Central Bank of Cyprus

**Adam Glapiński** Presidente del Narodowy Bank Polski (desde el 21 de junio de 2016)

**Ardo Hansson** Gobernador del Eesti Pank

**Stefan Ingves** Gobernador del Sveriges Riksbank

**Mugur Constantin Isărescu** Gobernador del Banca Națională a României

**Boštjan Jazbec** Gobernador de la Banka Slovenije

**Klaas Knot** Presidente del De Nederlandsche Bank

**Philip R. Lane** Gobernador del Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland

**Erkki Liikanen** Gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank

**Luis M. Linde** Gobernador del Banco de España

**Jozef Makúch** Gobernador del Národná banka Slovenska

**György Matolcsy** Gobernador del Magyar Nemzeti Bank

**Ewald Nowotny** Gobernador del Oesterreichische Nationalbank



**Dimitar Radev** Gobernador del Българска народна банка (Banco Nacional de Bulgaria)

**Gaston Reinesch** Gobernador de la Banque centrale du Luxembourg

**Ilmārs Rimšēvičs** Gobernador del Latvijas Banka

**Lars Rohde** Gobernador del Danmarks Nationalbank

**Jiří Rusnok** Gobernador del Česká národní banka (desde el 1 de julio de 2016)

**Miroslav Singer** Gobernador del Česká národní banka (hasta el 30 de junio de 2016)

**Jan Smets** Gobernador del Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Yannis Stournaras** Gobernador del Bank of Greece

**Vitas Vasiliauskas** Presidente del Consejo del Lietuvos bankas

**Mario Vella** Gobernador del Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (desde el 1 de julio de 2016)

**François Villeroy de Galhau** Gobernador de la Banque de France

**Ignazio Visco** Gobernador de la Banca d'Italia

**Boris Vujčić** Gobernador del Hrvatska narodna banka

**Jens Weidmann** Presidente del Deutsche Bundesbank



Fila anterior (de izquierda a derecha): Yannis Stournaras, Carlos Costa, Ewald Nowotny, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Mark Carney, Chrystalla Georghadji, Philip R. Lane

Fila intermedia (de izquierda a derecha): Ilmārs Rimšēvičs, François Villeroy de Galhau, Jens Weidmann, Erkki Liikanen, Ignazio Visco



Fila posterior de (izquierda a derecha): Gaston Reinesch, Boštjan Jazbec, Lars Rohde, Ardo Hansson, Klaas Knot, Jan Smets, Jozef Makúch, Vitas Vasiliauskas, Dimitar Radev

Nota: Adam Glapiński, Stefan Ingves, Mugur Constantin Isărescu, Luis M. Linde, György Matolcsy, Jiří Rusnok, Boris Vujčić y Mario Vella no estaban presentes cuando se tomó la fotografía.



## Gobierno corporativo

Además de los órganos rectores, la estructura de gobierno corporativo del BCE comprende dos comités de alto nivel —el Comité de Auditoría y el Comité Deontológico—, así como distintos procedimientos de control externo e interno. Esta estructura se complementa con el Régimen Deontológico del BCE, la Decisión del BCE<sup>151</sup> relativa a las condiciones que rigen las investigaciones en materia de lucha contra el fraude, y las normas relativas al acceso público a los documentos del BCE. Tras el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), los asuntos

<sup>151</sup> Decisión (UE) 2016/456 del Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2016, relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el Banco Central Europeo en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que afecte a los intereses financieros de la Unión (BCE/2016/3), DO L 79 de 30.3.2016, p. 34.

relacionados con el gobierno corporativo han adquirido aún mayor relevancia para el BCE.

### **Comité de Auditoría**

El Comité de Auditoría del BCE presta apoyo al Consejo de Gobierno brindando asesoramiento o dando su opinión sobre: i) la integridad de la información financiera, ii) la vigilancia de los controles internos, iii) el cumplimiento de la legislación, de la regulación y de los códigos de conducta aplicables, y iv) el desempeño de las funciones de auditoría. Su [mandato](#) puede consultarse en el sitio web del BCE. Está presidido por Erkki Liikanen y en 2016 estaba compuesto por otros cuatro miembros: Vítor Constâncio, Josef Bonnici<sup>152</sup>, Patrick Honohan y Ewald Nowotny.

### **Comité Deontológico**

Con el fin de asegurar una aplicación adecuada y coherente de los diferentes códigos de conducta de los órganos que participan en los procesos de toma de decisiones del BCE, el Comité Deontológico ofrece asesoramiento y orientación en asuntos éticos a los miembros del Consejo de Gobierno, el Comité Ejecutivo y el Consejo de Supervisión. Su [mandato](#) puede consultarse en el sitio web del BCE. Está presidido por Jean-Claude Trichet y compuesto por otros dos miembros externos: Patrick Honohan<sup>153</sup> y Klaus Liebscher.

## **Procedimientos de control externo e interno**

### **Procedimientos de control externo**

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

### **Procedimientos de control interno**

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

La estructura de control interno del BCE se basa en un enfoque funcional según el cual cada unidad organizativa (sección, división, dirección o dirección general) es la

---

<sup>152</sup> Desde el 1 de diciembre de 2016, sustituyendo a Hans Tietmeyer.

<sup>153</sup> Desde el 1 de agosto de 2016, sustituyendo a Hans Tietmeyer.

principal responsable de la gestión de sus propios riesgos, así como de asegurar la eficacia y la eficiencia de sus operaciones.

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

Además, con independencia de la estructura de control interno y del seguimiento de los riesgos que lleva a cabo el BCE, su función de auditoría interna realiza auditorías bajo la responsabilidad directa del Comité Ejecutivo, de conformidad con el Estatuto de Auditoría del BCE. Las actividades de auditoría interna del BCE observan las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna establecidas por el Instituto de Auditores Internos. Asimismo, el Comité de Auditores Internos, integrado por expertos en auditoría interna del BCE, los BCN y las autoridades nacionales competentes, contribuye a la consecución de los objetivos del Eurosistema/SEBC y del MUS.

## Régimen Deontológico del BCE

El Régimen Deontológico del BCE está constituido por el Código de Conducta de los miembros del Consejo de Gobierno, el Código suplementario de criterios éticos aplicable a los miembros del Comité Ejecutivo, el Código de Conducta de los miembros del Consejo de Supervisión y el Reglamento del personal del BCE. El Régimen Deontológico establece normas éticas y principios rectores para garantizar que se alcancen los niveles más elevados de integridad, competencia, eficiencia y transparencia en el desempeño de las tareas del BCE. Entre ellos se incluyen disposiciones detalladas que rigen la prevención y la gestión de posibles conflictos de intereses; restricciones, obligaciones de notificación y un sistema de seguimiento de operaciones financieras privadas; períodos de incompatibilidad en relación con actividades profesionales posteriores; y normas detalladas sobre actividades externas y relaciones con terceros.

## Medidas de lucha contra el fraude y el blanqueo de capitales

En 1999, el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptaron un Reglamento<sup>154</sup> que prevé, entre otras medidas, la investigación interna por la Oficina Europea de

---

<sup>154</sup> Reglamento (CE) nº 1073/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF), DO L 136 de 31.5.1999, p. 1.

Lucha contra el Fraude (OLAF, en sus siglas en inglés) de posibles fraudes en las instituciones, órganos y organismos de la UE. El Consejo de Gobierno aprobó en 2004 el marco jurídico relativo a las condiciones que rigen las investigaciones que la OLAF efectúe sobre el BCE en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal<sup>155</sup>, y revisó en 2016. Además, en 2007, el BCE estableció programas internos de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. El régimen del BCE en esta materia se complementa con un sistema interno de información para garantizar que toda la información pertinente sea recopilada de forma sistemática y comunicada debidamente al Comité Ejecutivo.

## Acceso a los documentos del BCE

La Decisión del BCE relativa al acceso público a los documentos del BCE<sup>156</sup> 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. La Decisión aumenta la transparencia al tiempo que respeta la independencia del BCE y de los BCN y garantiza la confidencialidad de determinadas cuestiones relacionadas con el desempeño de las tareas del BCE. Debido a las nuevas competencias del BCE en el ámbito de la supervisión bancaria, el número y la complejidad de las solicitudes de los ciudadanos y de las autoridades nacionales para acceder a los documentos ha crecido sustancialmente.

En febrero de 2016, como parte de su compromiso con la transparencia y la rendición de cuentas, el BCE comenzó a publicar los calendarios de las reuniones de los miembros del Comité Ejecutivo y de la presidenta del Consejo de Supervisión con tres meses de desfase.

## Oficina de Cumplimiento y Gobernanza

La Oficina de Cumplimiento y Gobernanza (CGO, en sus siglas en inglés), que depende directamente del presidente del BCE, apoya al Comité Ejecutivo en la protección de la integridad y la reputación del BCE, promueve estándares de conducta ética y refuerza la rendición de cuentas y la transparencia del BCE. Asimismo, para mejorar la coherencia general y la eficacia del marco de gobierno corporativo del BCE, la CGO desempeña las funciones de secretaria del Comité de Auditoría y del Comité Deontológico del BCE y actúa como punto de enlace para el Defensor del Pueblo Europeo y la OLAF.

---

<sup>155</sup> Decisión (UE) 2016/456 del Banco Central Europeo, de 4 de marzo de 2016, relativa a las condiciones que rigen las investigaciones que la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude efectúe en el Banco Central Europeo en materia de lucha contra el fraude, la corrupción y toda actividad ilegal que afecte a los intereses financieros de la Unión (BCE/2016/3), DO L 79 de 30.3.2016, p. 34.

<sup>156</sup> Decisión BCE/2004/3, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del Banco Central Europeo, DO L 80 de 18.3.2004, p. 42.

## 2 Comités del Eurosistema/SEBC

Los comités del Eurosistema/SEBC han seguido desempeñando un importante papel asistiendo a los órganos rectores del BCE en el desarrollo de sus funciones. A solicitud tanto del Consejo de Gobierno como del Comité Ejecutivo, han brindado asesoramiento en sus respectivos ámbitos de competencia y han facilitado el proceso de toma de decisiones. La participación en los comités en calidad de miembro habitualmente está restringida a empleados de los bancos centrales del Eurosistema. No obstante, los BCN de los Estados miembros que aún no han adoptado el euro participan en las reuniones de los comités cuando se abordan cuestiones que entran en el ámbito de competencias del Consejo General. Además, algunos de los comités adaptan su composición cuando colaboran con el BCE en cuestiones de políticas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y, en ese caso, uno de los miembros proviene del banco central y el otro de la autoridad nacional competente de cada uno de los Estados miembros participantes en el MUS. Por otra parte, también pueden ser invitados a las reuniones de los comités representantes de otros organismos competentes, siempre que se considere oportuno.

### Comités del Eurosistema/SEBC, Comité de Presupuestos y Conferencia de Recursos Humanos, y sus presidentes (a 1 de enero de 2017)

Comité de Contabilidad y Renta Monetaria (AMICO) Roberto Schiavi	Comité de Operaciones de Mercado (MOC) Ulrich Bindseil
Comité de Billetes (BANCO) Ton Roos	Comité de Política Monetaria (MPC) Wolfgang Schill
Comité de Control (COMCO) Nathalie Aufferre	Comité de Desarrollo Organizativo (ODC) Steven Keuning
Comité de Comunicación del Eurosistema/SEBC (ECCO) Christine Graeff	Comité de Infraestructuras del Mercado y Pagos (MIPC) Marc Bayle
Comité de Estabilidad Financiera (FSC) Vitor Constâncio	Comité de Gestión de Riesgos (RMC) Carlos Bernadell
Comité de Tecnologías de la Información (ITC) Koenraad de Geest	Comité de Estadísticas (STC) Aurel Schubert
Comité de Auditores Internos (IAC) Klaus Gressenbauer	Comité de Presupuestos (BUCOM) Sharon Donnery
Comité de Relaciones Internacionales (IRC) Frank Moss	Conferencia de Recursos Humanos (HRC) Anne-Sylvie Catherin
Comité de Asuntos Jurídicos (LEGCO) Chiara Zilioli	

Se distinguen otros dos comités. El Comité de Presupuestos asiste al Consejo de Gobierno en asuntos relacionados con el presupuesto del BCE. La Conferencia de

Recursos Humanos es un foro de intercambio de experiencias, conocimientos e información entre los bancos centrales del Eurosistema/SEBC en el ámbito de la gestión de los recursos humanos.

## 3 Organización y Recursos Humanos

Organigrama del BCE (a 1 de enero de 2017)



1) Informa al Comité Ejecutivo a través del Presidente.

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

3) Incluye la función de protección de datos.

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

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

## Recursos Humanos en el BCE

En enero de 2016 se nombró un director general de Servicios (CSO, en sus siglas en inglés), puesto de nueva creación, para potenciar la excelencia operativa y analítica, mejorar la eficiencia organizativa, favorecer la cooperación y fomentar que las funciones de apoyo vayan orientadas a las necesidades del BCE en su conjunto. Además, el CSO, responsable, entre otras, de las áreas de administración y de sistemas de información, consideró prioritario desarrollar un proceso de planificación estratégica más global, para lo cual se promovió la colaboración entre las áreas bajo su responsabilidad y todas las demás áreas de negocio.

La creación de una nueva área de negocio encargada de todos los asuntos relacionados con las finanzas en abril de 2016 ha permitido que la función de recursos humanos, ya reestructurada, se centre plenamente en la prestación de unos servicios de alta calidad para que los empleados del BCE puedan desarrollar su potencial en una estructura organizativa moderna y flexible. Una de sus prioridades es atraer y retener a profesionales con talento y gestionar su desempeño. Además, el área de Recursos Humanos del BCE otorga especial importancia a velar por la salud y el bienestar de la plantilla.

En 2016 se sentaron las bases para mejorar la función de colaboración estratégica con las áreas de negocio del BCE (a través de la figura del *business partner*) con el objetivo de reforzar la gestión de los asuntos de personal y de trasladar los requerimientos de las áreas de negocio a las políticas de Recursos Humanos.

Dentro de la estrategia de recursos humanos del BCE, en 2016 también ocupó un lugar destacado la consolidación de sus competencias para gestionar el talento, desarrollar el liderazgo y promover una cultura de excelencia en materia de ética profesional y la sostenibilidad organizativa en el largo plazo. Se prestó especial atención al desarrollo del *Leadership Growth Programme* (programa de liderazgo) que se implantará gradualmente en 2017 y 2018, a la puesta en marcha de un «programa dirigido a la salud», y se apoyó a la recién creada Oficina de Cumplimiento y Gobernanza en la organización de cursos de formación obligatorios en materia de ética.

Además, se pusieron en marcha varias iniciativas en materia de Recursos Humanos con el objetivo de fortalecer la función de supervisión bancaria europea, entre ellas la continuación del desarrollo estratégico de un plan de formación de supervisión para todo el Mecanismo Único de Supervisión (que contó con más de 1.900 participantes), la organización de 28 actividades formativas para fomentar el trabajo en equipo, dirigidas a los inspectores que componen los equipos conjuntos de supervisión a fin de reforzar la colaboración entre países, y la incorporación del primer grupo de 33 jóvenes graduados que fueron seleccionados para el programa de becarios de la supervisión bancaria europea, los cuales han terminado con éxito el programa de acogida, el curso de formación y el período de prácticas en las autoridades nacionales competentes.

En 2016, el BCE siguió trabajando para promover la diversidad de género, en especial entre los cargos directivos. Tras lograr, a finales de 2016, que un 27 % de

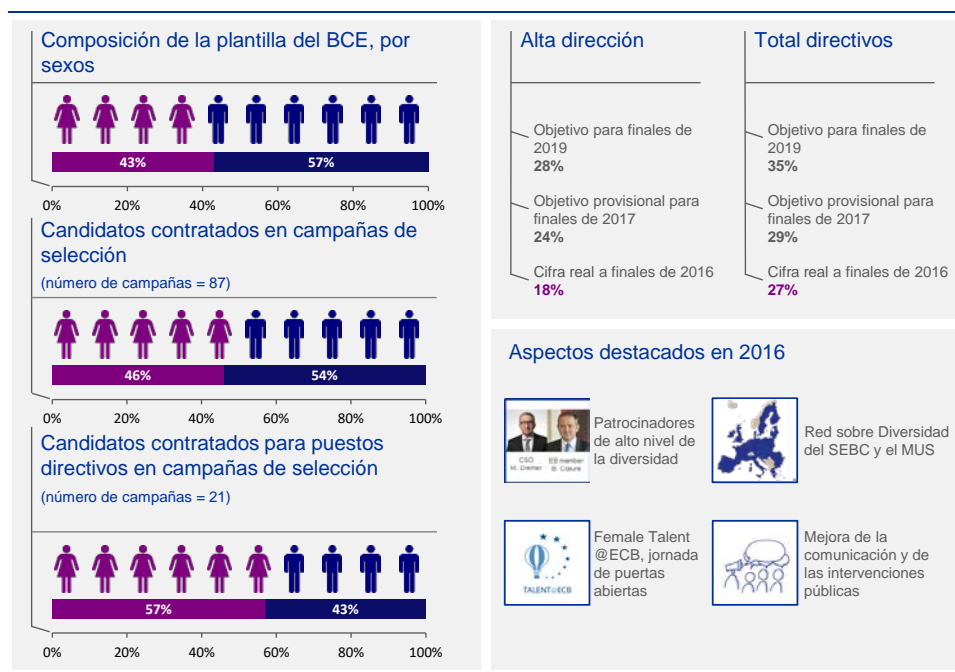


mujeres ocuparan puestos de dirección y un 18 % puestos de alta dirección, el BCE aspira ahora a alcanzar sus objetivos provisionales y finales en 2017 y 2019, respectivamente (véase figura 3). Desde la introducción de objetivos de género en junio de 2013, junto con un plan de acción específico, este tema figura en un lugar destacado en la estrategia del BCE, ya que la institución pretende identificar, atraer y desarrollar el talento femenino. Además, el BCE adoptó otras medidas relativas a la diversidad en 2016, entre ellas el apoyo de patrocinadores de alto nivel como Benoît Cœuré, miembro del Comité Ejecutivo, y el director general de Servicios, la celebración de una jornada de puertas abiertas dedicada al talento de las mujeres y dirigida a estudiantes universitarias, y la creación de una Red de Diversidad dentro del SEBC y del MUS.

Además de la diversidad de género, el BCE se ha comprometido a fomentar todas las facetas de la diversidad con el fin de crear una cultura de trabajo inclusiva basada en una responsabilidad compartida entre los patrocinadores, los embajadores de la diversidad del BCE, la Dirección General de Recursos Humanos, los directivos en general y las redes sobre diversidad existentes, como la *Female Network*, la *Rainbow Network* y el *Ethnic and Cultural Group* del BCE.

**Figura 3**

Objetivos de género y niveles en el BCE (datos a 31 de diciembre de 2016)



Fuente: BCE.

A 31 de diciembre de 2016, la plantilla aprobada del BCE en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa ascendía a 2.898,5 empleados, en comparación con 2.650 al final de 2015. El número real de empleados, en términos de puestos equivalentes a jornada completa, era de 3.171 (frente a 2.871 a 31 de

diciembre de 2015)<sup>157</sup>. En 2016 se ofrecieron 208 nuevos contratos de duración determinada (convertibles o no convertibles en indefinidos) y se firmaron 304 contratos de corta duración, además de algunas prórrogas, para cubrir ausencias inferiores a un año. Durante 2016, el BCE siguió ofreciendo contratos de corta duración por períodos de hasta 36 meses a empleados de BCN y de organismos internacionales. A 31 de diciembre de 2016 había 250 empleados procedentes de BCN y de organismos internacionales trabajando en el BCE con diversos cometidos, un 11 % más que al final de 2015. En septiembre de 2016, el BCE acogió a los catorce participantes en su undécimo programa de graduados, y a 31 de diciembre de 2016 contaba con 320 becarios (un 17 % más que en 2015). Asimismo, el BCE concedió cinco becas de investigación en el marco del programa *Wim Duisenberg Research Fellowship*, al que pueden acceder economistas de prestigio, y seis becas para jóvenes investigadores en su programa *Lamfalussy Fellowship*.

Aunque la institución creció ligeramente, 56 empleados con contratos indefinidos o de duración determinada renunciaron o se jubilaron en 2016 (frente a 53 en 2015) y finalizaron 317 contratos de corta duración.

---

<sup>157</sup> 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

2016

<b>Informe de gestión correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2016</b>	<b>A 2</b>
<b>Estados financieros del BCE</b>	<b>A 19</b>
Balance a 31 de diciembre de 2016	A 19
Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2016	A 21
Normativa contable	A 22
Notas al balance	A 31
Instrumentos fuera de balance	A 49
Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias	A 52
<b>Informe del auditor externo</b>	<b>A 59</b>
<b>Nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas</b>	<b>A 63</b>

# Informe de gestión correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2016

## 1 Objeto del informe de gestión del BCE

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 SEBC, comprenden la ejecución de la política monetaria de la Unión Europea, la realización de operaciones de cambio de divisas, la gestión de las reservas oficiales de divisas de los países de la zona del euro y la promoción del buen funcionamiento de los sistemas de pago.

Asimismo, el BCE es responsable del funcionamiento eficaz y coherente del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), 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.

Puesto que las actividades y operaciones del BCE se realizan en apoyo de sus objetivos, los resultados financieros del BCE deben considerarse conjuntamente con sus actuaciones. A este respecto, el informe de gestión es una parte integral de las Cuentas Anuales del BCE que proporciona información contextual sobre su actividad y sobre el impacto de sus operaciones principales en sus riesgos y estados financieros<sup>1</sup>.

También se presenta información sobre los recursos financieros del BCE y sobre los procesos principales relacionados con la elaboración de sus estados financieros.

## 2 Procesos y funciones principales

Los procesos internos del BCE aseguran la calidad y exactitud de la información que se incluirá en sus estados financieros. Asimismo, distintas funciones principales intervienen en la ejecución de decisiones que influyen significativamente en las cifras presentadas.

### 2.1 Controles en las unidades organizativas

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

---

<sup>1</sup> 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.

para asegurar la eficacia y eficiencia de sus operaciones y la exactitud de la información que se incluirá en los estados financieros del BCE. La aplicación del presupuesto también corresponde fundamentalmente a las áreas de negocio individuales, que tienen la obligación de rendir cuentas al respecto.

## 2.2 Procesos presupuestarios

La División de Presupuesto y Control (BCO) de la Dirección General de Intervención elabora y prepara el presupuesto según las prioridades estratégicas establecidas por el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo, y realiza un seguimiento del mismo. Estas tareas son llevadas a cabo en cooperación con las áreas de negocio, de acuerdo con el principio de separación<sup>2</sup>. La BCO también realiza tareas de planificación y control de los recursos, análisis coste-beneficio y análisis de inversiones para los proyectos del BCE y contribuye a estos procesos en los proyectos del SEBC conforme a los marcos acordados. Todo gasto previsto en los presupuestos acordados es supervisado periódicamente por el Comité Ejecutivo, con el asesoramiento de la BCO según las indicaciones del Director General de Servicios (CSO), y por el Consejo de Gobierno, con el apoyo del Comité de Presupuestos (BUCOM). De conformidad con lo dispuesto en el artículo 15 del Reglamento interno, el BUCOM asiste al Consejo de Gobierno evaluando las propuestas de presupuesto anual del BCE y las solicitudes de fondos presupuestarios adicionales del Comité Ejecutivo, antes de someterlas a la aprobación del Consejo de Gobierno.

## 2.3 Gestión de cartera

El BCE también mantiene valores denominados en euros adquiridos con fines de política monetaria en el contexto del programa para los mercados de valores (SMP), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), el programa de compras de valores públicos (PSPP) y los tres programas de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP)<sup>3</sup>. El objetivo de los programas de compras<sup>4</sup> es la relajación adicional de las condiciones monetarias y financieras para contribuir con ello a un retorno de las tasas de inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. Las compras en el marco de estos programas se basan en las decisiones del Consejo de Gobierno sobre el volumen total de compras mensuales del Eurosistema y están sujetas a determinados criterios de admisibilidad.

---

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

<sup>3</sup> El BCE no mantiene en su balance activos adquiridos en el marco del programa de compras de bonos corporativos (CSPP), que comenzaron el 8 de junio de 2016 y son realizadas por seis BCN en nombre del Eurosistema.

<sup>4</sup> Actualmente, el BCE efectúa compras de valores en el marco del tercer CBPP, el ABSPP y el PSPP. Las compras en el marco de los dos primeros CBPP y del SMP han concluido.

El BCE también mantiene una cartera de reservas exteriores, denominada en dólares estadounidenses, yenes japoneses, oro y derechos especiales de giro, y una cartera de inversión de recursos propios denominada en euros.

El objeto de las reservas exteriores del BCE es financiar posibles intervenciones en el mercado de divisas. Este propósito determina los objetivos prioritarios de la gestión de la cartera, que son, por orden de importancia, la liquidez, la seguridad y la rentabilidad. La inversión de las reservas exteriores del BCE es responsabilidad de una función central de gestión del riesgo, mientras que las operaciones de inversión se ejecutan de manera descentralizada. Para las carteras en dólares y yenes, el Consejo de Gobierno decide una referencia estratégica a partir de una propuesta presentada por la función de gestión del riesgo del BCE. A continuación, los gestores de cartera del BCE definen carteras de referencia táctica a partir de las cuales los gestores de cartera de los bancos centrales nacionales (BCN) implementan las posiciones reales.

El objeto de la cartera de recursos propios del BCE, compuesta por activos denominados en euros, es proporcionar al BCE los ingresos necesarios para ayudarle a hacer frente a sus gastos de explotación no relacionados con el desempeño de sus funciones de supervisión<sup>5</sup>. En este contexto, el objetivo de su gestión es maximizar el rendimiento, condicionado a determinados límites de riesgo.

Asimismo, los fondos relacionados con los planes de pensiones del BCE se invierten en una cartera gestionada externamente.

## 2.4 Funciones de vigilancia de los riesgos financieros

La Dirección de Gestión de Riesgos se encarga de proponer normas y procedimientos que aseguren un adecuado nivel de protección frente a los riesgos financieros del BCE en relación con sus carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, su cartera de reservas exteriores y su cartera de inversión de recursos propios denominada en euros. Asimismo, el Comité de Gestión de Riesgos (RMC), en el que participan expertos de los bancos centrales del Eurosistema, asiste a los órganos rectores para garantizar un grado apropiado de protección del Eurosistema, incluido el BCE. Para ello gestiona y controla los riesgos financieros que se derivan de las operaciones de mercado. Por lo que respecta a estas actividades, el RMC contribuye al seguimiento, la medición y la comunicación de los riesgos financieros del balance del Eurosistema, incluido el BCE, y a la definición y el análisis de las metodologías y marcos correspondientes.

---

<sup>5</sup> Los gastos incurridos por el BCE en relación con sus funciones de supervisión se recuperan a través de las tasas anuales de supervisión cobradas a las entidades supervisadas.

## 2.5 Elaboración de los estados financieros del BCE

Los estados financieros del BCE se elaboran de acuerdo con los principios establecidos por el Consejo de Gobierno. El proceso de elaboración y aprobación de los estados financieros del BCE hasta su publicación se ilustra en la figura siguiente.



La División de Estados Financieros de la Dirección General de Intervención se encarga de elaborar los estados financieros en cooperación con otras áreas de negocio y vela por que toda la documentación conexas se presente en tiempo oportuno a los auditores externos y a los órganos rectores.

Los estados financieros del BCE son auditados por auditores externos independientes, recomendados por el Consejo de Gobierno y aprobados por el Consejo de la UE<sup>6</sup>. La responsabilidad de los auditores externos es expresar una opinión sobre si los estados financieros ofrecen una imagen fiel de la situación financiera del BCE y de los resultados de sus operaciones, de conformidad con la normativa contable establecida por el Consejo de Gobierno. A este respecto, los auditores externos examinan los libros y la contabilidad del BCE, evalúan la adecuación de los controles internos aplicados en la preparación y presentación de los estados financieros y analizan la idoneidad de las normas contables utilizadas.

Los procesos de información financiera y los estados financieros del BCE también pueden estar sujetos a auditorías internas. Los informes de la Dirección de Auditoría Interna, que pueden incluir recomendaciones dirigidas a las áreas de negocio, se remiten al Comité Ejecutivo.

El Comité de Activos y Pasivos (ALCO), formado por representantes de distintas áreas de negocio del BCE, supervisa y evalúa sistemáticamente todos los factores que pueden influir en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE. Examina los estados financieros y la documentación conexas antes de su presentación al Comité Ejecutivo para su aprobación.

Una vez que el Comité Ejecutivo ha autorizado su publicación, los estados financieros, junto con la opinión del auditor externo y toda la documentación pertinente, son remitidos al Comité de Auditoría<sup>7</sup> para su examen antes de someterlos a la aprobación del Consejo de Gobierno. El Comité de Auditoría presta asistencia al Consejo de Gobierno en el ejercicio de sus responsabilidades relativas

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

<sup>7</sup> El Comité de Auditoría se compone de cinco miembros: el vicepresidente del BCE, dos gobernadores de BCN de la zona del euro con larga experiencia y dos miembros externos, elegidos de entre funcionarios de alto rango con experiencia en banca central.

a la integridad de la información financiera y la vigilancia de los controles internos. En este contexto, el Comité de Auditoría evalúa los estados financieros del BCE y estudia si ofrecen una imagen fiel y se han elaborado con arreglo a las normas contables aprobadas. Además, analiza cualquier aspecto importante relacionado con la información contable o financiera que pudiera tener un impacto en los estados financieros del BCE.

Los estados financieros, el informe de gestión y la nota sobre la distribución de beneficios/asignación de pérdidas del BCE son aprobados por el Consejo de Gobierno en febrero de cada año y publicados inmediatamente después, junto con el informe del auditor externo.

### 3 Gestión de riesgos

La gestión de riesgos es una parte fundamental de las actividades del BCE y se realiza mediante un proceso continuado de identificación, valoración, mitigación y vigilancia de los riesgos. El cuadro que figura a continuación presenta los riesgos principales a que está expuesto el BCE, sus fuentes y el marco de control de riesgos aplicable. En los apartados siguientes se proporciona más información.



## Riesgos a que está expuesto el BCE

Riesgo	Componente	Tipo de riesgo	Fuente de riesgo	Sistema de control de riesgos	
Riesgos financieros	Riesgo de crédito <sup>1</sup>	Riesgo de impago	<ul style="list-style-type: none"> <li>tenencias de reservas exteriores</li> <li>cartera de inversión denominada en euros</li> <li>tenencias de valores mantenidos con fines de política monetaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• criterios de admisibilidad</li> <li>• límites de exposición</li> <li>• diversificación</li> <li>• aportación de garantías</li> <li>• vigilancia de los riesgos financieros</li> </ul>	
		Riesgo de migración	<ul style="list-style-type: none"> <li>tenencias de reservas exteriores</li> <li>cartera de inversión denominada en euros</li> </ul>		
	Riesgo de mercado	Riesgos de tipo de cambio y de materias primas <sup>2</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>tenencias de reservas exteriores</li> <li>tenencias de oro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• diversificación</li> <li>• cuentas de revalorización</li> <li>• vigilancia de los riesgos financieros</li> </ul>	
		Riesgo de tipo de interés <sup>3</sup>	i. descenso de los valores de mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>tenencias de reservas exteriores</li> <li>cartera de inversión denominada en euros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• límites de riesgo de mercado</li> <li>• políticas de asignación de activos</li> <li>• cuentas de revalorización</li> <li>• vigilancia de los riesgos financieros</li> </ul>
			ii. reducción de los ingresos netos por intereses	<ul style="list-style-type: none"> <li>balance del BCE en su conjunto</li> </ul>	
Riesgo de liquidez <sup>4</sup>		<ul style="list-style-type: none"> <li>tenencias de reservas exteriores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• políticas de asignación de activos</li> <li>• límites de liquidez</li> <li>• vigilancia de los riesgos financieros</li> </ul>		
Riesgo operacional <sup>5</sup>			<ul style="list-style-type: none"> <li>empleados, dotación de personal, normas de personal</li> <li>gobernanza interna y procesos operativos</li> <li>sistemas</li> <li>acontecimientos externos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• identificación, evaluación, respuesta, comunicación y vigilancia de riesgos operacionales</li> <li>• marco de gestión del riesgo operacional incluida la política de tolerancia</li> <li>• marco de gestión de la continuidad operativa</li> <li>• marco de gestión de crisis</li> </ul>	

1) **Riesgo de crédito:** riesgo de incurrir en pérdidas financieras debido a un «evento de impago» originado por el incumplimiento por un deudor (entidad de contrapartida o emisor) de sus obligaciones financieras en el plazo establecido, o a una revisión del precio de los activos financieros tras un deterioro de su calidad o calificación crediticias.

2) **Riesgos de tipo de cambio y de materias primas:** riesgo de incurrir en pérdidas financieras en a) posiciones denominadas en moneda extranjera debido a fluctuaciones de los tipos de cambio, y b) en carteras de materias primas debido a fluctuaciones de sus precios de mercado.

3) **Riesgo de tipo de interés:** riesgo de incurrir en pérdidas financieras como resultado de variaciones adversas de los tipos de interés que den lugar a i) un descenso del valor de los instrumentos financieros a precios de mercado o ii) un impacto negativo sobre los ingresos netos por intereses.

4) **Riesgo de liquidez:** riesgo de incurrir en pérdidas financieras por la imposibilidad de liquidar un activo a su valor de mercado vigente en un marco temporal adecuado.

5) **Riesgo operacional:** riesgo de un impacto negativo en la situación financiera, la actividad o la reputación debido a personas, al fallo o la aplicación inadecuada de procesos operativos o de gobierno interno, al fallo de sistemas de los que dependen procesos, o a acontecimientos externos como catástrofes naturales o ataques externos.

### 3.1 Riesgos financieros

Los riesgos financieros se derivan de las actividades básicas del BCE y de las exposiciones que de ellas resultan. El BCE decide su asignación de activos y aplica marcos adecuados de gestión de riesgos, teniendo en cuenta los objetivos y fines

de las distintas carteras y las exposiciones financieras, así como las preferencias de riesgo de sus órganos rectores.

Los riesgos financieros pueden cuantificarse empleando diversas medidas. El BCE aplica técnicas de estimación de riesgos desarrolladas internamente, basadas en un marco conjunto de simulación del riesgo de mercado y de crédito. Los conceptos, técnicas y supuestos básicos de modelización en que se basan las medidas de riesgo siguen los estándares del mercado y utilizan los datos de mercado disponibles.

Para obtener un conocimiento integral de los posibles eventos de riesgo que podrían observarse con diferentes frecuencias y distintos niveles de gravedad, y evitar depender de una sola medida de riesgo, el BCE emplea principalmente dos tipos de medidas estadísticas: el valor en riesgo (VaR) y el déficit previsto (ES)<sup>8</sup>, estimados para una gama de niveles de confianza y un horizonte de un año. Estas medidas de riesgo no tienen en cuenta i) el riesgo de liquidez de las carteras del BCE, en particular sus tenencias de reservas exteriores, y ii) el riesgo a largo plazo de descensos en los ingresos netos por intereses obtenidos por el BCE. Por este motivo, y para comprender mejor y complementar estas estimaciones estadísticas del riesgo, el BCE también realiza análisis de sensibilidad y de escenarios de tensión periódicos y elabora proyecciones a más largo plazo de exposiciones e ingresos.

A 31 de diciembre de 2016, el riesgo financiero agregado de las carteras del BCE, medido por el VaR con un nivel de confianza del 95 % para un horizonte de un año, ascendía a un total de 10,6 mm de euros, nivel que supera en 0,6 mm el riesgo estimado a 31 de diciembre de 2015. Este incremento se debe principalmente al aumento del valor de las tenencias de oro del BCE, tras la subida del precio de ese metal en 2016. El riesgo adicional es mitigado mediante un incremento de las cuentas de revalorización correspondientes.

### 3.1.1 Riesgo de crédito

Los sistemas de control de riesgos y los límites que el BCE utiliza para gestionar su perfil de riesgo de crédito 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 riesgo de crédito derivado de las tenencias de reservas exteriores del BCE es bajo debido a que se invierten en activos de elevada calidad crediticia.

El objeto de la cartera de recursos propios denominada en euros es proporcionar al BCE los ingresos necesarios para ayudarle a hacer frente a sus gastos de explotación no relacionados con el desempeño de sus funciones de supervisión,

---

<sup>8</sup> El VaR se define como la pérdida máxima que, de acuerdo con un modelo estadístico, no se superará con una probabilidad dada (nivel de confianza). El ES se define como la pérdida media ponderada por la probabilidad en los escenarios que superan el umbral del VaR con un nivel de confianza dado.

preservando al mismo tiempo el capital invertido. Las consideraciones de rentabilidad tienen, por tanto, un peso relativamente mayor en la asignación de activos y en el sistema de control de riesgos de estas tenencias que en el caso de la cartera de reservas exteriores. Pese a ello, el riesgo de crédito en relación con estas tenencias se mantiene en niveles bajos.

El riesgo de migración asociado a los valores adquiridos con fines de política monetaria no afecta directamente a los estados financieros del BCE ya que se valoran a coste amortizado sujeto a deterioro. No obstante, estos valores están aún sujetos a riesgo de impago, el cual se mantiene dentro de los niveles de tolerancia del BCE debido al marco de gestión de riesgos aplicado.

### 3.1.2 Riesgo de mercado

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

#### Riesgos de tipo de cambio y de materias primas

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

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

Conforme a las reglas del Eurosistema, las cuentas de revalorización del oro y del dólar, que ascendían respectivamente a 13,9 mm de euros (11,9 mm en 2015) y 12,0 mm de euros (10,6 mm en 2015) a 31 de diciembre de 2016, podrán utilizarse para absorber el impacto de futuros movimientos desfavorables del precio del oro y del tipo de cambio del dólar estadounidense, lo que mitigará o incluso impedirá cualquier efecto en la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE.

#### Riesgo de tipo de interés

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

El riesgo de tipo de interés en las tenencias de reservas exteriores del BCE es bajo debido a que se invierten principalmente en activos con vencimientos relativamente cortos para preservar en todo momento el valor de mercado de dichas reservas, que son mantenidas a efectos de una posible intervención. Dado que esta consideración no es tan relevante para la cartera de recursos propios denominada en euros, los activos incluidos en ella tienen por lo general vencimientos más largos, lo que se traduce en niveles de riesgo de tipo de interés más altos, aunque limitados.

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, en particular con los desajustes de vencimiento y rentabilidad entre activos y pasivos. Para gestionar este tipo de riesgo, con sujeción a consideraciones de política monetaria, se utilizan políticas de asignación de activos, incluidas políticas y procedimientos que aseguran que las compras se efectúen a precios adecuados. La existencia de pasivos sin remunerar en el balance del BCE también contribuye a mitigar este riesgo.

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, como resultado de los actuales programas de compras de activos.

### 3.1.3 Riesgo de liquidez

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

En 2016, el riesgo de liquidez de las carteras del BCE continuó siendo bajo.

## 3.2 Riesgo operacional

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

Dentro de este marco, cada área de negocio realiza tareas de identificación, evaluación, respuesta, comunicación y vigilancia de sus riesgos operacionales y

controles. Las áreas de negocio con funciones transversales llevan a cabo controles específicos a nivel de todo el banco. En este contexto, la política de tolerancia al riesgo del BCE sirve de guía para las estrategias de respuesta al riesgo y los procedimientos de aceptación del riesgo. Dicha política está vinculada a una matriz de riesgos basada en la clasificación del impacto y la probabilidad elaborada por el BCE (aplicando criterios cuantitativos y cualitativos).

La Sección de Gestión de Riesgos Operacionales y Continuidad Operativa, a cargo del Director General de Servicios, es responsable del mantenimiento de los sistemas de gestión de riesgos operacionales y continuidad operativa y presta asistencia metodológica en esos ámbitos a los responsables de control y riesgos. Asimismo, presenta informes anuales y específicos sobre riesgos operacionales al Comité de Riesgos Operacionales y al Comité Ejecutivo, y apoya a los órganos rectores en su labor de vigilancia de la gestión de los riesgos operacionales y controles del BCE. También coordina el programa de gestión de la continuidad operativa y realiza pruebas periódicas y verificaciones de los planes de continuidad operativa de los procesos del BCE en los que el tiempo es un factor crítico. Por último, asiste al Grupo de Gestión de Crisis, a sus estructuras de apoyo, así como a las áreas de negocio, en situaciones (excepcionales) que puedan dar lugar a una crisis operativa.

## 4 Recursos financieros

Los recursos financieros del BCE i) se invierten en activos que generan ingresos y/o ii) se utilizan para compensar directamente pérdidas derivadas de la materialización de riesgos financieros. Estos recursos financieros consisten en capital, provisión general por riesgos, cuentas de revalorización e ingresos netos del ejercicio.

### Capital

El capital desembolsado del BCE ascendía a 7.740 millones de euros a 31 de diciembre de 2016. Puede consultarse más información en la nota 15.1, «Capital», de las notas al balance.

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

Teniendo en cuenta su considerable exposición a los riesgos financieros descritos en el apartado 3.1, 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 volumen de esta provisión y la necesidad de mantenerla se revisan anualmente teniendo en cuenta una serie de factores, como el volumen de tenencias de activos con riesgo, los resultados proyectados para el siguiente ejercicio y una evaluación de riesgos. Esta se describe en el apartado 3.1 y se aplica consistentemente a lo

largo del tiempo. La provisión por riesgos, junto con otros importes mantenidos en el fondo de reserva general del BCE, no excederá del importe del capital desembolsado por los BCN de la zona del euro.

A 31 de diciembre de 2016, la provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro ascendía a 7.620 millones de euros, que es el importe del capital del BCE desembolsado por los BCN de la zona del euro a esa fecha.

## Cuentas de revalorización

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

El importe total de las cuentas de revalorización del oro, la moneda extranjera y los valores a final de diciembre de 2016 ascendía a 28,8 mm de euros<sup>9</sup> (25,0 mm en 2015). Puede consultarse más información en el apartado sobre normativa contable y en la nota 14, «Cuentas de revalorización», de las notas al balance.

## Ingresos netos

Los ingresos netos generados por los activos y pasivos del BCE durante un ejercicio financiero podrían utilizarse para absorber pérdidas potenciales incurridas en el mismo ejercicio en caso de que los riesgos financieros llegaran a materializarse. Por tanto, contribuyen a preservar los recursos propios netos del BCE.

### *Evolución de los recursos financieros del BCE*

En el gráfico 1 se presenta la evolución de los mencionados recursos financieros del BCE y de los principales tipos de cambio y el precio del oro en el período 2008-16. Durante este período a) el capital desembolsado del BCE casi se duplicó, como resultado de la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en 2010 de incrementar el capital suscrito, b) la provisión por riesgos aumentó en un importe equivalente al capital desembolsado por los BCN de la zona del euro, c) las cuentas de revalorización mostraron un notable grado de volatilidad, debido principalmente a fluctuaciones de los tipos de cambio y del precio del oro, y d) el beneficio neto se situó entre 0,2 y 2,3 mm de euros debido a distintos factores, como las

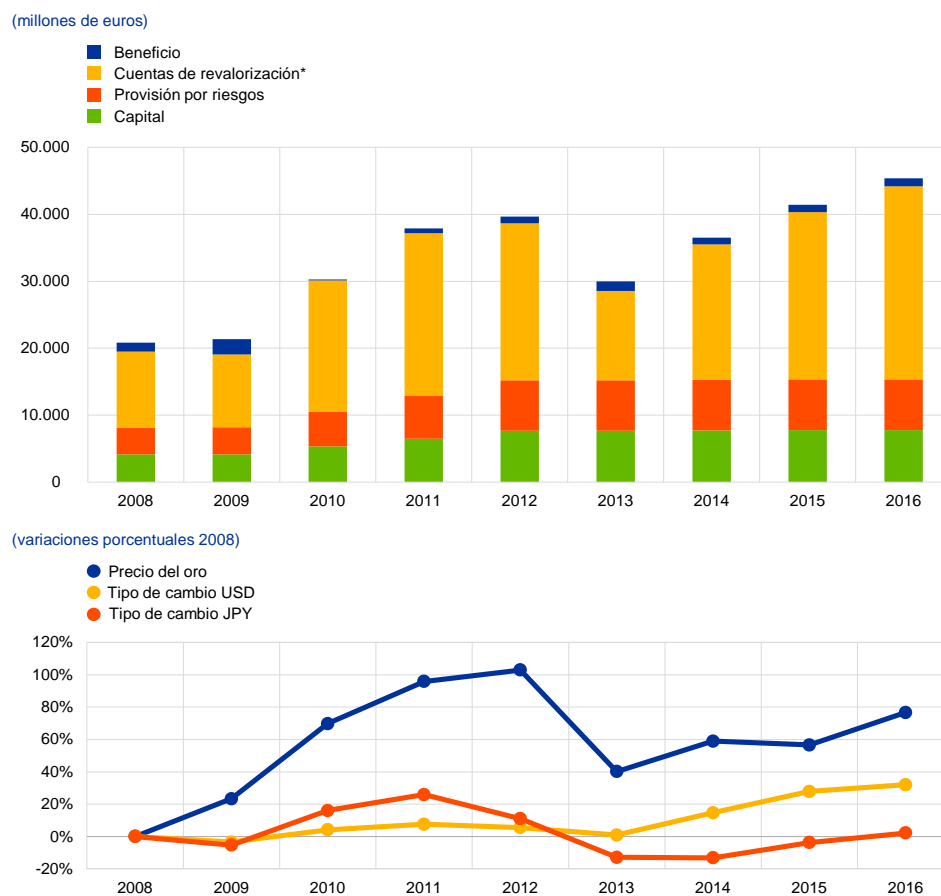
---

<sup>9</sup> La partida del balance «Cuentas de revalorización» también incluye las revalorizaciones relativas a las prestaciones post-empleo.

transferencias a la provisión por riesgos del BCE, la evolución de los tipos de interés y las compras de activos relacionadas con la política monetaria.

### Gráfico 1

Recursos financieros del BCE, principales tipos de cambio y precio del oro<sup>10</sup> en el período 2008-16



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

## 5 Impacto de las actividades principales en los estados financieros

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de las principales operaciones y funciones que realiza el BCE en cumplimiento de su mandato, y su impacto en los estados financieros del BCE. El alcance completo de las operaciones de política monetaria del Eurosistema se refleja en los estados financieros del BCE y de los BCN de la zona del euro, conforme al principio de ejecución descentralizada de la política monetaria en el Eurosistema.

<sup>10</sup> La evolución de los principales tipos de cambio y del precio del oro se presenta como variación porcentual frente a los tipos de cambio y el precio del oro vigentes al cierre de 2008.

Operación/función	Impacto en los estados financieros del BCE
Operaciones de política monetaria	Las operaciones de política monetaria efectuadas mediante el conjunto de instrumentos convencionales (operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y requisitos de reservas mínimas a las entidades de crédito) son ejecutadas de manera descentralizada por los BCN del Eurosistema, por lo que no se reflejan en el balance del BCE.
Valores mantenidos con fines de política monetaria (CBPP, SMP, ABSPP y PSPP) <sup>11</sup>	Los valores adquiridos para fines de política monetaria se registran en la partida «Valores mantenidos con fines de política monetaria» del balance. Las tenencias en esas carteras se contabilizan por su coste amortizado y se someten a una prueba de deterioro al menos una vez al año. Los cupones devengados y la amortización de primas y descuentos se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias <sup>12</sup> .
Actividades de inversión (gestión de reservas exteriores y recursos propios)	Las reservas exteriores del BCE se presentan en el balance <sup>13</sup> o en cuentas fuera de balance hasta la fecha de liquidación. La cartera de recursos propios del BCE se presenta en el balance, fundamentalmente en la partida «Otros activos financieros». Los ingresos netos por intereses, incluidos los cupones devengados y la amortización de descuentos y primas, se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias <sup>14</sup> . Las pérdidas no realizadas por precios y tipo de cambio que excedan de las ganancias no realizadas anteriormente registradas, y las ganancias y pérdidas realizadas por ventas de valores, también se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias <sup>15</sup> . Las ganancias no realizadas se registran en la partida «Cuentas de revalorización» del balance.
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera	El BCE actúa como intermediario entre los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro y los BCN del Eurosistema mediante operaciones de <i>swap</i> destinadas a ofrecer financiación a corto plazo en moneda extranjera a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Estas operaciones se registran en las partidas «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro» y «Otros activos/(pasivos) intra-Eurosistema» del balance y no afectan a la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE.
Sistemas de pago (TARGET2)	Los saldos intra-Eurosistema de los BCN de la zona del euro con el BCE procedentes de operaciones en TARGET2 se recogen en el balance del BCE como activo o pasivo por su posición neta. La remuneración de estos saldos se incluye en la cuenta de pérdidas y ganancias en las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses».
Billetes en circulación	Al BCE se le ha asignado una cuota del 8 % del valor total de los billetes en euros en circulación. Esta cuota tiene como contrapartida activos frente a los BCN, que devengan intereses al tipo de las operaciones principales de financiación. Estos intereses se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias en la partida «Ingresos por intereses derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema». Los gastos derivados del transporte transfronterizo de billetes en euros entre las fábricas de billetes y los BCN, para el suministro de billetes nuevos, y entre BCN, para la compensación de situaciones de escasez de billetes con excedentes de reservas, son asumidos de forma centralizada por el BCE. Estos gastos se presentan en la cuenta de pérdidas y ganancias en la partida «Gastos de producción de billetes».
Supervisión bancaria	Los costes anuales del BCE en relación con sus tareas de supervisión se recuperan a través de tasas de supervisión anuales impuestas a las entidades supervisadas. Las tasas de supervisión se registran en la partida «Ingresos netos por honorarios y comisiones» de la cuenta de pérdidas y ganancias.

<sup>11</sup> El BCE no adquiere valores en el marco de su programa de compras de bonos corporativos (CSPP).

<sup>12</sup> Se registran en términos netos en «Otros ingresos por intereses» u «Otros gastos por intereses», dependiendo de si el importe neto es positivo o negativo.

<sup>13</sup> Se registran principalmente en las partidas «Oro y derechos en oro», «Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro» y «Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro».

<sup>14</sup> Los ingresos relacionados con las reservas exteriores del BCE se presentan en la partida «Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva», mientras que los ingresos y gastos por intereses en la cartera de recursos propios se reflejan en «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses».

<sup>15</sup> Se registran en las partidas «Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras» y «Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras» respectivamente.



## 6 Resultados financieros de 2016

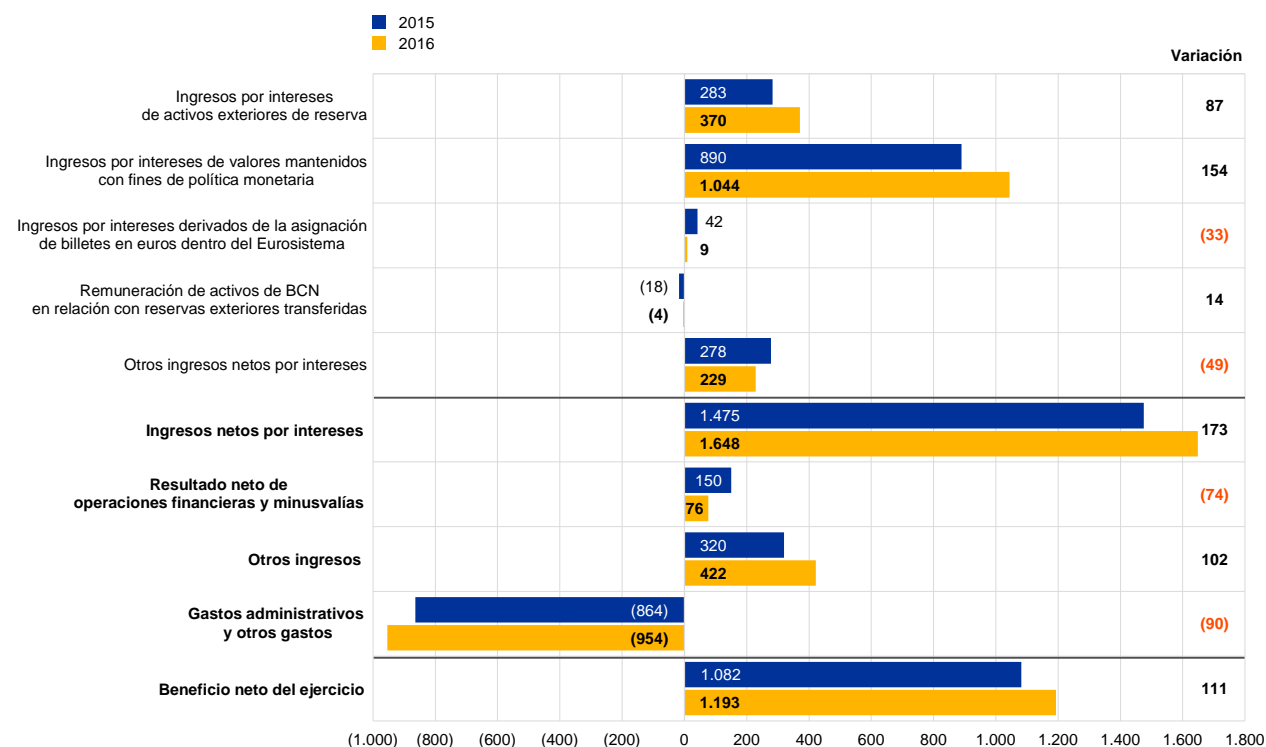
En 2016, el beneficio neto del BCE fue de 1.193 millones de euros (1.082 millones en 2015).

En el gráfico 2 se presentan los componentes de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en 2016 y una comparación con 2015.

### Gráfico 2

#### Desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en 2016 y 2015

(millones de euros)



Fuente: BCE

### Aspectos destacados

- Los ingresos por intereses de activos exteriores de reserva se incrementaron en 87 millones de euros, principalmente como resultado del aumento de los ingresos por intereses procedentes de valores denominados en dólares estadounidenses.
- Los ingresos por intereses generados por los valores adquiridos con fines de política monetaria aumentaron hasta 1.044 millones en 2016 (890 millones de euros en 2015). La reducción de ingresos debida al vencimiento de valores adquiridos en el marco del SMP y de los dos primeros programas CBPP fue

compensada con creces por los ingresos procedentes del programa de compras de activos (APP)<sup>16</sup>.

- 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 se redujeron en 33 millones y 14 millones de euros respectivamente, como resultado de la rebaja del tipo de interés medio de las operaciones principales de financiación en 2016.
- 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 en activos financieros se redujo en 74 millones de euros, debido principalmente a un aumento de las minusvalías a cierre de ejercicio como resultado del descenso general del precio de mercado de los valores mantenidos en la cartera en dólares estadounidenses.
- El total de gastos de administración del BCE, incluida la amortización, se situó en 954 millones de euros (864 millones en 2015). Este incremento fue debido al aumento de los gastos relacionados con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), los cuales se recuperan totalmente a través de las tasas cobradas a las entidades supervisadas. Como resultado, los otros ingresos se incrementaron hasta situarse en 422 millones de euros (320 millones en 2015).

## 7 Evolución a largo plazo de los estados financieros del BCE

En los gráficos 3 y 4 se presenta la evolución del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE, y sus componentes, en el período 2008-16.

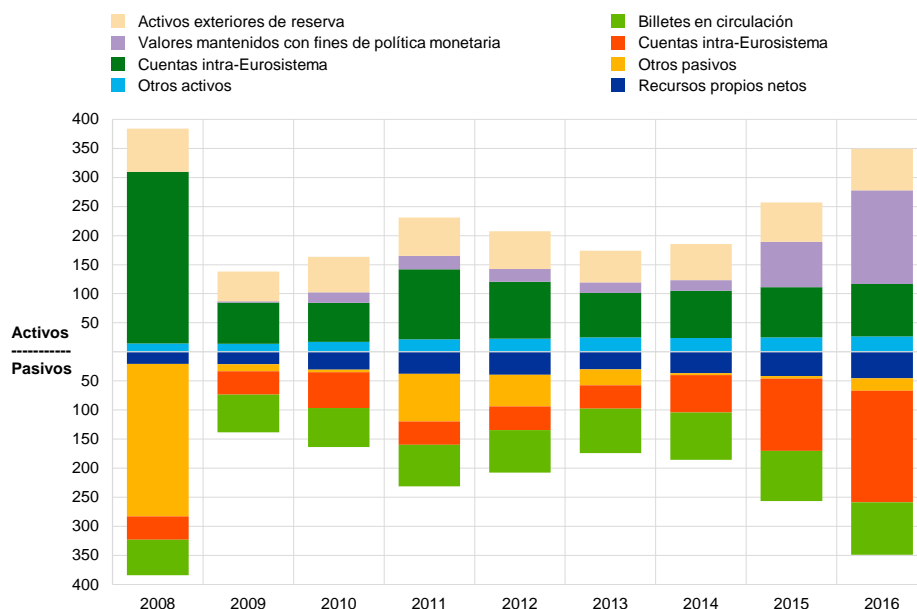
---

<sup>16</sup> El APP se compone de los programas CBPP3, ABSPP, PSPP y el programa de compras de bonos corporativos (CSPP). El BCE no adquiere valores en el marco del CSPP. Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

### Gráfico 3

#### Evolución del balance del BCE en el período 2008-16<sup>17</sup>

(mm de euros)

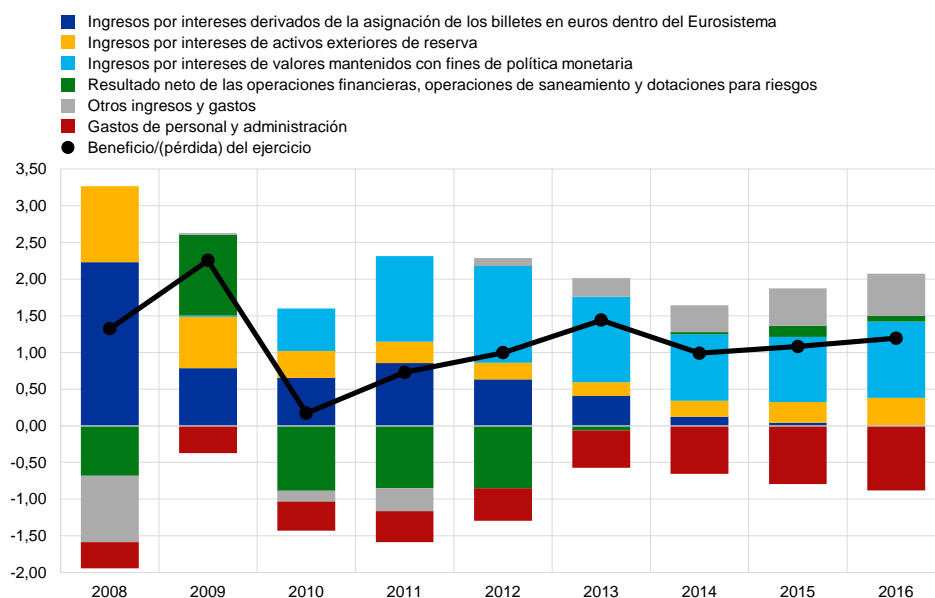


Fuente: BCE.

### Gráfico 4

#### Evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias del BCE en el período 2008-16

(mm de euros)



Fuente: BCE.

La contracción del balance del BCE en el período 2008-14 se debió principalmente a la mejora de las condiciones de financiación en dólares estadounidenses de las

<sup>17</sup> Valores a cierre del ejercicio.

entidades de contrapartida del Eurosistema y a la consiguiente reducción gradual de las operaciones de inyección de liquidez en esa moneda ofrecidas por el Eurosistema. Ello dio lugar a una disminución de los activos intra-Eurosistema del BCE y de los otros pasivos. En el cuarto trimestre de 2014, comenzó una expansión del balance del BCE, debido a la adquisición de bonos garantizados y bonos de titulización de activos en el marco del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el ABSPP. Esta expansión continuó en 2015 y 2016 debido a la compra de valores emitidos por administraciones centrales regionales o locales y agencias reconocidas de la zona del euro en el marco del programa de compras de valores públicos (PSPP). Las compras de valores en el marco de estos programas se liquidaron a través de cuentas de TARGET2 y dieron lugar al correspondiente aumento de los pasivos intra-Eurosistema.

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

- La rebaja del tipo de interés de las operaciones principales de financiación que redujo significativamente los ingresos por señoreaje. El tipo de interés medio en 2016 fue del 0,01 %, frente al 4 % en 2008 y, como resultado, los ingresos por intereses generados por los billetes en circulación cayeron desde 2,2 mm de euros en 2008 hasta 0,01 mm en 2016.
- La provisión general por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro aumentó, particularmente en el período 2010-12. En ese período, se transfirió un importe acumulado de 3,5 mm de euros a la provisión por riesgos, lo que redujo los beneficios declarados en un importe equivalente.
- La disminución gradual de los ingresos procedentes de los activos exteriores de reserva, desde 1,0 mm de euros en 2008 hasta 0,2 mm en 2013, debido fundamentalmente a la menor rentabilidad del dólar estadounidense y al consiguiente descenso de los ingresos por intereses en la cartera en esa moneda. Sin embargo, en los tres últimos años se ha invertido esta tendencia y en 2016 estos ingresos ascendieron a 0,4 mm de euros.
- Las tenencias de valores adquiridos en el marco de los programas de compras de activos con fines de política monetaria han generado, en promedio, un 57 % del total de ingresos netos por intereses del BCE desde 2010.
- El establecimiento del MUS en 2014 ha contribuido a un aumento significativo de los gastos de personal y administración. Sin embargo, los costes relacionados con el MUS se recuperan anualmente a través de tasas cobradas a las entidades supervisadas.

# Estados financieros del BCE

## Balance a 31 de diciembre de 2016

ACTIVO	Nota número	2016 €	2015 €
<b>Oro y derechos en oro</b>	1	17.820.761.460	15.794.976.324
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	2		
Activos frente al FMI	2.1	716.225.836	714.825.534
Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	2.2	50.420.927.403	49.030.207.257
		<b>51.137.153.239</b>	<b>49.745.032.791</b>
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	2.2	<b>2.472.936.063</b>	<b>1.862.714.832</b>
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	3	<b>98.603.066</b>	<b>52.711.983</b>
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	4		
Valores mantenidos con fines de política monetaria	4.1	160.815.274.667	77.808.651.858
<b>Cuentas intra-Eurosistema</b>	5		
Activos relacionados con la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	5.1	90.097.085.330	86.674.472.505
<b>Otros activos</b>	6		
Inmovilizado material e inmaterial	6.1	1.239.325.587	1.263.646.830
Otros activos financieros	6.2	20.618.929.223	20.423.917.583
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	6.3	839.030.321	518.960.866
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	6.4	2.045.522.937	1.320.068.350
Diversos	6.5	1.799.777.235	1.180.224.603
		<b>26.542.585.303</b>	<b>24.706.818.232</b>
<b>Total activo</b>		<b>348.984.399.128</b>	<b>256.645.378.525</b>

PASIVO	Nota número	2016 €	2015 €
Billetes en circulación	7	90.097.085.330	86.674.472.505
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	8	1.851.610.500	0
Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro	9		
Otros pasivos	9.1	1.060.000.000	1.026.000.000
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	10	16.730.644.177	2.330.804.192
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	151.201.250.612	83.083.520.309
		<b>191.993.859.030</b>	<b>123.876.128.727</b>
Otros pasivos	12		
Diferencias por valoración de partidas fuera de balance	12.1	660.781.618	392.788.148
Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos percibidos por adelantado	12.2	69.045.958	95.543.989
Diversos	12.3	1.255.559.836	891.555.907
		<b>1.985.387.412</b>	<b>1.379.888.044</b>
Provisiones	13	7.706.359.686	7.703.394.185
Cuentas de revalorización	14	28.626.267.808	24.832.823.174
Capital y reservas	15		
Capital	15.1	7.740.076.935	7.740.076.935
Beneficio del ejercicio		1.193.108.250	1.081.790.763
<b>Total pasivo</b>		<b>348.984.399.128</b>	<b>256.645.378.525</b>

## Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2016

	Nota número	2016 €	2015 €
Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva	22.1	370.441.770	283.205.941
Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema	22.2	8.920.896	41.991.105
Otros ingresos por intereses	22.4	1.604.648.023	1.732.919.191
<i>Ingresos por intereses</i>		<i>1.984.010.689</i>	<i>2.058.116.237</i>
Remuneración de activos de BCN en relación con reservas exteriores transferidas	22.3	(3.611.845)	(17.576.514)
Otros gastos por intereses	22.4	(332.020.205)	(565.387.082)
<i>Gastos por intereses</i>		<i>(335.632.050)</i>	<i>(582.963.596)</i>
<b>Ingresos netos por intereses</b>	<b>22</b>	<b>1.648.378.639</b>	<b>1.475.152.641</b>
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	23	224.541.742	214.433.730
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	24	(148.172.010)	(64.053.217)
Dotaciones y excesos de provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro		0	0
<b>Resultado neto de las operaciones financieras, operaciones de saneamiento y dotaciones para riesgos</b>		<b>76.369.732</b>	<b>150.380.513</b>
<b>Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones</b>	<b>25</b>	<b>371.322.769</b>	<b>268.332.261</b>
<b>Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones</b>	<b>26</b>	<b>869.976</b>	<b>908.109</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>27</b>	<b>50.000.263</b>	<b>51.023.378</b>
<b>Total ingresos netos</b>		<b>2.146.941.379</b>	<b>1.945.796.902</b>
Gastos de personal	28	(466.540.231)	(440.844.142)
Gastos de administración	29	(414.207.622)	(351.014.617)
Amortización del inmovilizado material e inmaterial		(64.769.605)	(64.017.361)
Gastos de producción de billetes	30	(8.315.671)	(8.130.019)
<b>Beneficio del ejercicio</b>		<b>1.193.108.250</b>	<b>1.081.790.763</b>

Fráncfort del Meno, 7 de febrero de 2017

Banco Central Europeo

Mario Draghi  
Presidente

## Normativa contable<sup>18</sup>

### 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 continuación<sup>19</sup>, 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.

---

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> 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 30 de diciembre de 2016.

Los derechos especiales de giro (DEG) se definen en términos de una cesta de divisas. Para revaluar las tenencias de DEG del BCE, el valor de estos derechos se calculó como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cinco divisas principales (dólar estadounidense, euro, libra esterlina, yen y renminbi) frente al euro a 30 de diciembre de 2016.

## 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 2016, se utilizaron los precios medios del 30 de diciembre de 2016. Las acciones y cualesquiera otros instrumentos de renta variable no líquidos mantenidos como inversiones permanentes 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 producen<sup>20</sup>. Las pérdidas y las ganancias realizadas procedentes de la venta de divisas, oro y valores se registran en la cuenta de pérdidas y ganancias. Estas pérdidas y ganancias realizadas se calculan a partir del coste medio del activo correspondiente.

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

Las pérdidas no realizadas se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias si al final del ejercicio superan las ganancias por revalorización previas registradas en la correspondiente cuenta de revalorización. Tales pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con ganancias no realizadas en otro valor, moneda u oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento llevadas a la cuenta de pérdidas y ganancias, su coste medio se reduce para ajustarlo al precio de mercado o al tipo de cambio de fin de año. Las pérdidas no realizadas en operaciones de *swap* de tipos de interés imputadas a la cuenta de pérdidas y ganancias al final del ejercicio se amortizan en los años posteriores.

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

Las primas o descuentos de las tenencias de valores se amortizan a lo largo de la vida residual de los activos.

---

<sup>20</sup> 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 BCN un único saldo neto frente al BCE. En la contabilidad del BCE, este saldo representa la posición neta de cada BCN frente al resto del SEBC. Los saldos intra-Eurosistema de los BCN de la zona del euro con el BCE procedentes de operaciones TARGET2, así como otros saldos intra-Eurosistema denominados en euros (por ejemplo, la distribución provisional de beneficios a los BCN), se presentan en el balance del BCE por su posición neta y figuran en «Otros activos intra-Eurosistema (neto)» u «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)». Los saldos intra-SEBC de los BCN no pertenecientes a la zona del euro con el BCE, derivados de su participación en TARGET2<sup>21</sup>, 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».

## 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

<sup>21</sup> A 31 de diciembre de 2016, 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.

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

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

La duración del período de amortización para gastos de renovación activados relacionados con las oficinas en alquiler que el BCE ocupa actualmente se ha ajustado a fin de tener en cuenta cualquier acontecimiento que pueda influir en el período de vida útil esperado del activo afectado.

Los activos fijos cuyo coste es inferior a 10.000 euros no se capitalizan en el año de adquisición.

Los activos fijos que cumplen los criterios de capitalización pero que están todavía en construcción o desarrollo se recogen en la rúbrica «Inmovilizado en curso». Los costes relacionados se transferirán a las rúbricas de activos fijos correspondientes una vez puedan utilizarse dichos activos.

## Planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE

El BCE mantiene sistemas de prestación definida para su personal, para los miembros del Comité Ejecutivo y para los miembros del Consejo de Supervisión empleados por el BCE.

El plan de pensiones del personal se financia mediante activos mantenidos en un fondo de prestaciones a largo plazo. Las contribuciones obligatorias del BCE y de los miembros del personal son, respectivamente, el 20,7 % y el 7,4 % del salario base y se reflejan en el pilar de prestación definida del plan. Los miembros del personal pueden realizar aportaciones adicionales voluntarias a un sistema de aportación definida con el fin de mejorar la prestación<sup>22</sup>. 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

<sup>22</sup> 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.

largo plazo no financiadas a través de un fondo. Para el personal existen prestaciones post-empleo distintas de las pensiones, y otras prestaciones a largo plazo, no financiadas a través de un fondo.

## Obligación neta por prestación definida

El pasivo reflejado en el balance en la rúbrica «Otros pasivos» con respecto a los planes de prestación definida es el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas a la fecha del balance menos el valor razonable de los activos afectos al Plan destinados a financiar la obligación.

La obligación por prestación definida es calculada con carácter anual por actuarios independientes mediante el método de la unidad de crédito proyectada. El valor actual de la obligación por prestación definida se calcula descontando los flujos de caja futuros estimados, utilizando un tipo de interés que se determina con referencia a los rendimientos de mercado a fecha de balance de valores de renta fija privada de elevada calidad denominados en euros con un vencimiento similar al plazo de las obligaciones por pensiones de que se trate.

Las pérdidas y ganancias actuariales pueden ser el resultado de ajustes por experiencia (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales adoptados previamente) y de modificaciones de los supuestos actuariales adoptados.

## Coste neto de la prestación definida

El coste neto de la prestación definida se contabiliza en la cuenta de pérdidas y ganancias y en la rúbrica «Cuentas de revalorización» del balance, que recoge las nuevas mediciones relativas a las prestaciones post-empleo.

El importe neto registrado en la cuenta de pérdidas y ganancias comprende:

- (a) el coste actual de servicio de las prestaciones originado en el ejercicio;
- (b) el interés neto al tipo de descuento de la obligación neta por prestación definida;
- (c) nuevas mediciones respecto de las demás prestaciones a largo plazo en su integridad.

El importe neto de la partida «Cuentas de revalorización» incluye los siguientes elementos:

- (a) ganancias y pérdidas actuariales respecto de la obligación por prestación definida;

- (b) los rendimientos obtenidos por los activos del plan, excluyendo los importes incluidos en el interés neto de la obligación neta por prestación definida;
- (c) las modificaciones en el efecto del techo del activo, excluyendo los importes incluidos en el interés neto de la obligación neta por prestación definida.

Estas obligaciones son valoradas con periodicidad anual por actuarios independientes, a fin de establecer el pasivo adecuado en los estados financieros.

## Billetes en circulación

El BCE y los BCN de los países de la zona del euro, que conjuntamente componen el Eurosistema, emiten billetes en euros<sup>23</sup>. El valor total de los billetes en euros en circulación se asigna a los bancos centrales del Eurosistema el último día hábil de cada mes, de acuerdo con la clave de asignación de billetes<sup>24</sup>.

Al BCE le ha correspondido una cuota del 8 % del valor total de los billetes en euros en circulación, que se presenta en el balance en la partida del pasivo «Billetes en circulación». La participación del BCE en el total de la emisión de billetes en euros tiene como contrapartida activos frente a los BCN. Estos activos, que devengan intereses<sup>25</sup>, 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 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

<sup>23</sup> Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros, DO L 35, de 9.2.2011, p. 26, según texto modificado.

<sup>24</sup> «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.

<sup>25</sup> 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.

Gobierno decida otra cosa<sup>26</sup>. 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 decidir reducir el importe de la distribución de beneficios en la cuantía de los costes incurridos por el BCE en relación con la emisión y el tratamiento de los billetes en euros.

## Reclasificaciones

Anteriormente, los ingresos por intereses (p. ej. cupones) y los gastos por intereses (p. ej. amortización de primas) devengados en valores mantenidos con fines de política monetaria se presentaban por su importe bruto dentro de las partidas «Otros ingresos por intereses» y «Otros gastos por intereses», respectivamente. Con vistas a armonizar la información comunicada en todo el Eurosistema respecto a los ingresos y gastos por intereses devengados en las operaciones de política monetaria, el BCE ha decidido que, a partir de 2016, estas partidas pasen a presentarse por su importe neto en la partida «Otros ingresos por intereses» en caso de ser positivo y en «Otros gastos por intereses», si es negativo. En consecuencia, se ha procedido a ajustar las cifras comparables para 2015 como sigue:

	Publicadas en 2015 €	Ajuste debido a reclasificación €	Importe reexpresado €
Otros ingresos por intereses	2.168.804.955	(435.885.764)	1.732.919.191
Otros gastos por intereses	(1.001.272.846)	435.885.764	(565.387.082)

La reclasificación no afecta a la cuantía del beneficio neto comunicada para 2015.

## Otros asuntos

Teniendo en cuenta la función de banco central del BCE, la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

De acuerdo con el artículo 27 de los Estatutos del SEBC y teniendo en cuenta una recomendación del Consejo de Gobierno del BCE, el Consejo de la UE aprobó el nombramiento de Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart (República Federal de Alemania) como auditor externo del BCE por un período de cinco años, que terminará con el ejercicio financiero de 2017.

<sup>26</sup> Decisión (UE) 2015/298, del BCE, de 15 de diciembre de 2014, sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo (refundición) (BCE/2014/57), DO L 53, 25.2.2015, p. 24, modificada.



## Notas al balance

### 1 Oro y derechos en oro

A 31 de diciembre de 2016, las tenencias del BCE ascendían a 16.229.522 onzas<sup>27</sup> de oro fino. Durante el ejercicio 2016 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 2015. El incremento del valor equivalente en euros de estas tenencias se debió principalmente al aumento del precio del oro en 2016 (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 2016. Éstas se derivan de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros, por el que el FMI está autorizado a negociar compraventas por cuenta del BCE, con un nivel de tenencias máximo y mínimo. En lo que respecta a la contabilización, los DEG son tratados como moneda extranjera (véase «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

#### 2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores; y Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro

Estas dos partidas incluyen depósitos en bancos y préstamos denominados en moneda extranjera, e inversiones en valores denominados en dólares estadounidenses y yenes japoneses.

Activos frente a no residentes en la zona del euro	2016 €	2015 €	Variación €
Cuentas corrientes	6.844.526.120	4.398.616.340	2.445.909.780
Depósitos	2.005.810.644	1.666.345.182	339.465.462
Adquisiciones temporales	503.747.273	831.266.648	(327.519.375)
Inversiones en valores	41.066.843.366	42.133.979.087	(1.067.135.721)
<b>Total</b>	<b>50.420.927.403</b>	<b>49.030.207.257</b>	<b>1.390.720.146</b>

<sup>27</sup> Esto corresponde a 504,8 toneladas.

Activos frente a residentes en la zona del euro	2016 €	2015 €	Variación €
Cuentas corrientes	1.211.369	953.098	258.271
Depósitos	1.964.182.715	1.861.761.734	102.420.981
Adquisiciones temporales	507.541.979	0	507.541.979
Inversiones en valores	0	0	0
<b>Total</b>	<b>2.472.936.063</b>	<b>1.862.714.832</b>	<b>610.221.231</b>

El aumento de estas partidas en 2016 se debió principalmente a la apreciación del dólar estadounidense y del yen japonés frente al euro.

La posición neta del BCE en moneda extranjera (dólares estadounidenses y yenes<sup>28</sup>) a 31 de diciembre de 2016 era la siguiente:

	2016 Millones de unidades de moneda extranjera	2015 Millones de unidades de moneda extranjera
Dólares estadounidenses	46.759	46.382
Yenes	1.091.844	1.085.596

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

A 31 de diciembre de 2016 esta partida estaba formada por depósitos bancarios frente a residentes en la zona del euro.

## 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 2016 esta partida se componía de valores adquiridos por el BCE en el ámbito de los tres programas de adquisiciones de bonos garantizados, el programa para los mercados de valores (SMP), y el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y el programa de compras de valores públicos (PSPP).

<sup>28</sup> 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.

Las compras realizadas en el marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados concluyeron el 30 de junio de 2010, mientras que el segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados terminó el 31 de octubre de 2012. El SMP concluyó el 6 de septiembre de 2012.

En 2016, a los programas del Eurosistema que integran el programa de compras de activos (APP)<sup>29</sup>, es decir, el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3), el programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP) y el programa de compras de valores públicos (PSPP), se les añadió un cuarto componente, el programa de compras de bonos corporativos (CSPP)<sup>30</sup>. En 2016, el Consejo de Gobierno tomó decisiones que tuvieron un impacto directo en el ritmo de compras mensuales y en la duración del APP<sup>31</sup>. Esas decisiones consistieron en i) incrementar a partir de abril de 2016 las compras netas mensuales combinadas de los BCN y el BCE, pasando de 60 mm a 80 mm de euros y ii) continuar a partir de marzo de 2017 con las compras netas en el marco del APP a un ritmo mensual de 60 mm de euros hasta el final de diciembre de 2017, 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<sup>32</sup>. Paralelamente a las compras netas se reinvertirá el principal de los valores adquiridos en el marco de este programa a medida que vayan venciendo.

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 mercado<sup>33</sup> (que no se recoge en el balance ni en la cuenta de pérdidas y ganancias, pero se incluye a título comparativo) son los siguientes:

---

<sup>29</sup> Puede consultarse información más detallada sobre el APP en el [sitio web del BCE](#).

<sup>30</sup> En el marco de este programa, los BCN pueden adquirir bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario establecidas en la zona del euro. El BCE no adquiere valores en el marco del CSPP.

<sup>31</sup> Véanse las notas de prensa del BCE de [10 de marzo de 2016](#) y de [8 de diciembre de 2016](#).

<sup>32</sup> En el contexto del mandato de estabilidad de precios, el objetivo del BCE es mantener la tasa de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo.

<sup>33</sup> Los valores de mercado son indicativos y se basan en cotizaciones de mercado. Cuando no dispone de dichas cotizaciones, los precios de mercado se estiman utilizando modelos internos del Eurosistema.

	2016 €		2015 €		Variación €	
	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	1.032.305.522	1.098.106.253	1.786.194.503	1.898.990.705	(753.888.981)	(800.884.452)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	690.875.649	743.629.978	933.230.549	1.013.540.352	(242.354.900)	(269.910.374)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	16.550.442.553	16.730.428.857	11.457.444.451	11.396.084.370	5.092.998.102	5.334.344.487
Programa para los mercados de valores	7.470.766.415	8.429.995.853	8.872.443.668	10.045.312.608	(1.401.677.253)	(1.615.316.755)
Programa de compras de bonos de titulación de activos	22.800.124.065	22.786.088.513	15.321.905.622	15.220.939.054	7.478.218.443	7.565.149.459
Programa de compras de valores públicos	112.270.760.463	112.958.545.591	39.437.433.065	39.372.318.024	72.833.327.398	73.586.227.567
<b>Total</b>	<b>160.815.274.667</b>	<b>162.746.795.045</b>	<b>77.808.651.858</b>	<b>78.947.185.113</b>	<b>83.006.622.809</b>	<b>83.799.609.932</b>

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 2016 no se registró ninguna pérdida en relación con los valores mantenidos con fines de política monetaria.

## 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 Eurosistema<sup>34</sup> (véase la nota 22.2, «Ingresos por intereses derivados de la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»).

<sup>34</sup> Desde el 16 de marzo de 2016, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema es del 0,00 %.

## 6 Otros activos

### 6.1 Inmovilizado material e inmaterial

A 31 de diciembre de 2016 estos activos incluían los siguientes elementos:

	2016 €	2015 €	Variación €
<b>Coste</b>			
Terrenos y construcciones	1.011.662.911	1.027.242.937	(15.580.026)
Instalaciones	221.888.762	219.897.386	1.991.376
Equipamiento y aplicaciones informáticos	88.893.887	77.350.193	11.543.694
Equipamiento, mobiliario y vehículos a motor	96.197.706	92.000.437	4.197.269
Inmovilizado en curso	3.024.459	244.590	2.779.869
Otros activos fijos	9.713.742	9.453.181	260.561
<b>Coste total</b>	<b>1.431.381.467</b>	<b>1.426.188.724</b>	<b>5.192.743</b>
<b>Amortización acumulada</b>			
Terrenos y construcciones	(72.284.513)	(79.468.891)	7.184.378
Instalaciones	(31.590.282)	(15.827.521)	(15.762.761)
Equipamiento y aplicaciones informáticos	(57.935.440)	(45.530.493)	(12.404.947)
Equipamiento, mobiliario y vehículos a motor	(29.107.438)	(20.831.615)	(8.275.823)
Otros activos fijos	(1.138.207)	(883.374)	(254.833)
<b>Total amortización acumulada</b>	<b>(192.055.880)</b>	<b>(162.541.894)</b>	<b>(29.513.986)</b>
<b>Valor neto contable</b>	<b>1.239.325.587</b>	<b>1.263.646.830</b>	<b>(24.321.243)</b>

El descenso neto de la categoría de coste «Terrenos y construcciones» y su amortización acumulada se debió principalmente a la baja del balance de gastos de renovación activados relacionados con elementos del inmovilizado que habían dejado de usarse.

### 6.2 Otros activos financieros

Esta partida se compone fundamentalmente de la inversión de los recursos propios del BCE<sup>35</sup> 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:

<sup>35</sup> Las cesiones temporales realizadas en el contexto de la gestión de la cartera de recursos propios se recogen en la partida «Diversos» del pasivo (véase el apartado 12.3, «Diversos»).

	2016 €	2015 €	Variación €
Cuentas corrientes en euros	30.000	30.000	-
Valores emitidos en euros	19.113.074.101	19.192.975.459	(79.901.358)
Adquisiciones temporales en euros	1.463.994.460	1.188.997.789	274.996.671
Otros activos financieros	41.830.662	41.914.335	(83.673)
<b>Total</b>	<b>20.618.929.223</b>	<b>20.423.917.583</b>	<b>195.011.640</b>

El incremento neto en esta partida en 2016 se debió principalmente a la reinversión de los ingresos por intereses generados por la cartera de recursos propios.

### 6.3 Diferencias por valoración de partidas fuera de balance

Esta partida se compone principalmente de las diferencias de valoración de los *swaps* de divisas y de las operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2016 (véase la nota 19, «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»). Las diferencias de valoración derivan de la conversión de estas operaciones en su equivalente en euros al tipo de cambio vigente en la fecha del balance, comparada con el valor en euros resultante de la conversión de estas operaciones al coste medio de la divisa respectiva en esa fecha (véase «Posiciones registradas fuera del balance» y «Oro y activos y pasivos en moneda extranjera» en el apartado sobre normativa contable).

También se incluyen las ganancias por valoración en operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas (véase la nota 18, «*Swaps* de tipos de interés»).

### 6.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

En 2016, esta partida incluía los intereses devengados por cupones de valores, incluidos intereses devengados pagados en el momento de la adquisición, por valor de 1.924,5 millones de euros (1.186,6 millones en 2015) (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) ingresos por intereses devengados por otros activos financieros y c) diversos pagos anticipados.

### 6.5 Diversos

Esta partida incluyó el devengo de la distribución provisional de los beneficios del BCE (véase «Distribución provisional de beneficios» en el apartado sobre normativa contable y la nota 11.2, «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»).

También incluye saldos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 2016 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

El 8 de diciembre de 2016, el Consejo de Gobierno decidió que los bancos centrales del Eurosistema tendrán la posibilidad de aceptar también efectivo como garantía en sus operaciones de préstamo de valores del PSPP, sin necesidad de reinvertirlo. Para el BCE, estas operaciones son realizadas a través de una entidad especializada.

A 31 de diciembre de 2016, 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 1,9 mm de euros. El efectivo recibido en garantía fue transferido a cuentas de TARGET2 (véase la nota 11.2 «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»). 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)<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> 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»).

## 9 Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro

### 9.1 Otros pasivos

Esta partida incluye los depósitos de los miembros de la Asociación Bancaria del Euro (EBA), que se utilizan como fondo de garantía para la liquidación EURO1<sup>37</sup> en el sistema TARGET2.

## 10 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro

A 31 de diciembre de 2016, esta partida incluía un importe de 9,5 mm de euros (1,5 mm en 2015) consistente en saldos mantenidos en el BCE por BCN no pertenecientes a la zona del euro y por otros bancos centrales como resultado de las operaciones procesadas por el sistema TARGET2 o que son su contrapartida. El aumento en estos saldos en 2016 se debió a pagos de no residentes en la zona del euro a residentes en la zona del euro (véase la nota 11.2 «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»).

Además, en esta partida se incluye un importe de 4,1 mm de euros (0,8 mm en 2015) procedente del acuerdo recíproco de carácter temporal con la Reserva Federal. En el marco de este acuerdo, la Reserva Federal suministra dólares estadounidenses al BCE mediante operaciones de *swap* a fin de ofrecer financiación en dólares estadounidenses a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE acuerda realizar operaciones de *swap* con BCN de la zona del euro, que utilizan los fondos obtenidos para efectuar operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con entidades de contrapartida del Eurosistema en forma de operaciones temporales. Dichas operaciones se tradujeron en saldos intra-Eurosistema no remunerados entre el BCE y los BCN (véase la nota 11.2 «Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)»). Las operaciones *swap* realizadas con la Reserva Federal y los BCN de la zona del euro también se traducen en activos y pasivos a plazo que se recogen en cuentas fuera de balance (véase la nota 19 «*Swaps* de divisas y operaciones a plazo en divisas»).

El resto de esta partida lo compone un importe de 3,1 mm de euros (0 mm en 2015) procedente de operaciones de préstamo de valores realizadas con no residentes en la zona del euro en el marco del PSPP por 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»).

---

<sup>37</sup> EURO1 es un sistema de pagos operado por la ABE.



## 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 2016.

	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
<b>Total</b>	<b>40.792.608.418</b>

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 2016, esta partida se componía principalmente de los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE (véase «Saldo intra-SEBC/intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable). El incremento neto de esta posición se debió principalmente a las adquisiciones de valores en el marco del 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 estas adquisiciones se compensó en parte por a) la liquidación en TARGET2 de pagos de residentes en la zona del euro a no residentes en la zona del euro (véase la nota 10, «Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro»), b) el efectivo recibido en garantía por el préstamo de valores en el marco del PSPP (véase la nota 8, «Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro»), c) el incremento del saldo relativo a las operaciones de *swap* realizadas con los BCN en relación con operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y d) amortizaciones de valores adquiridos en el marco del SMP y de los programas primero y segundo de adquisiciones de bonos garantizados que se liquidaron también a través de cuentas de TARGET2.

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).

	2016 €	2015 €
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	1.058.484.156.256	812.734.808.529
Debido por los BCN de la zona del euro en relación con TARGET2	(908.249.140.203)	(730.463.422.714)
Debido a los BCN de la zona del euro en relación con la distribución provisional de beneficios	966.234.559	812.134.494
<b>Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)</b>	<b>151.201.250.612</b>	<b>83.083.520.309</b>

## 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 2016 (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 2016, esta partida incluía los ingresos anticipados en relación con el Mecanismo Único de Supervisión (véase la nota 25, «Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones»), las provisiones administrativas y las periodificaciones de instrumentos financieros.

Además, incluía los intereses adeudados a los BCN durante todo 2016 en relación con los activos de contrapartida de las reservas transferidas (véase la nota 11.1, «Pasivos equivalentes a la transferencia de reservas en moneda extranjera»). Esta cantidad se liquidó en enero de 2017.

	2016 €	2015 €	Variación €
Provisiones administrativas	20.723.173	20.455.723	267.450
Instrumentos financieros	3.621.142	2.191.753	1.429.389
Ingresos anticipados en relación con el MUS	41.089.798	18.926.078	22.163.720
Reservas exteriores transferidas al BCE	3.611.845	17.576.514	(13.964.669)
TARGET2	-	36.393.921	(36.393.921)
<b>Total</b>	<b>69.045.958</b>	<b>95.543.989</b>	<b>(26.498.031)</b>

## 12.3 Diversos

En 2016, esta partida incluía saldos relativos a *swaps* y operaciones a plazo en divisas pendientes a 31 de diciembre de 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.

## Planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE<sup>38</sup>

### Balance

Las cantidades que se reflejan en el balance respecto a las prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo son las siguientes:

	2016 Personal millones €	2016 CE y CS millones €	2016 Total millones €	2015 Personal millones €	2015 CE y CS millones €	2015 Total millones €
Valor actual de las obligaciones	1.361,3	27,7	1.388,9	1.116,7	24,1	1.140,8
Valor razonable de los activos afectos al Plan	(878,0)	-	(878,0)	(755,3)	-	(755,3)
<b>Obligación neta por prestación definida reflejada en el balance</b>	<b>483,3</b>	<b>27,7</b>	<b>510,9</b>	<b>361,4</b>	<b>24,1</b>	<b>385,5</b>

En 2016, el valor actual de la obligación frente al personal de 1.361,3 millones de euros (1.116,7 millones en 2015) incluye beneficios no financiados por importe de 187 millones de euros (155,9 millones en 2015) relacionados con prestaciones post-empleo distintas de las pensiones y con otras prestaciones a largo plazo. Existen prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo para los miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión no financiadas a través de un fondo.

### Cuenta de pérdidas y ganancias

Las cantidades reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2016 fueron las siguientes:

	2016 Personal millones €	2016 CE y CS millones €	2016 Total millones €	2015 Personal millones €	2015 CE y CS millones €	2015 Total millones €
Coste actual del servicio	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Interés neto de la obligación neta por prestación definida	9,7	0,6	10,3	9,5	0,5	10,0
<i>de las cuales:</i>						
<i>Coste de la obligación</i>	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
<i>Ingresos por los activos del plan</i>	(19,5)	-	(19,5)	(13,4)	-	(13,4)
(Ganancias)/pérdidas por nueva medición derivadas de otras prestaciones a largo plazo	0,6	0,1	0,7	2,6	(0,1)	2,5
<b>Total incluido en «Gastos de personal»</b>	<b>114,6</b>	<b>2,4</b>	<b>117,0</b>	<b>132,1</b>	<b>2,3</b>	<b>134,4</b>

En 2016, el coste actual del servicio descendió hasta 106 millones de euros (121,9 millones en 2015), debido principalmente al aumento de la tasa de descuento desde el 2 % registrado en 2014 hasta el 2,5 % observado en 2015<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> 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».

<sup>39</sup> El coste actual del servicio se estima empleando la tasa de descuento aplicada el año anterior.

## Variaciones de la obligación por prestaciones definidas, activos afectos al Plan y resultados de la revalorización

Las variaciones del valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas fueron las siguientes:

	2016 Personal millones €	2016 CE y CS millones €	2016 Total millones €	2015 Personal millones €	2015 CE y CS millones €	2015 Total millones €
Obligaciones por prestación definida: situación inicial	1.116,7	24,1	1.140,8	1.087,1	24,5	1.111,6
Coste actual del servicio	104,4	1,6	106,0	120,0	1,9	121,9
Coste por intereses sobre las obligaciones	29,1	0,6	29,8	22,9	0,5	23,4
Aportaciones de los participantes en el Plan	19,5	0,2	19,8	21,7	0,2	21,9
Beneficios pagados	(8,6)	(0,8)	(9,5)	(7,5)	(0,8)	(8,3)
Nueva medición (ganancias)/pérdidas	100,2	1,9	102,1	(127,5)	(2,2)	(129,7)
<b>Obligaciones por prestación definida: situación final</b>	<b>1.361,3</b>	<b>27,7</b>	<b>1.388,9</b>	<b>1.116,7</b>	<b>24,1</b>	<b>1.140,8</b>

En 2016, el total de las pérdidas por nueva medición de 102,1 millones de euros resultantes de las obligaciones por prestación definida se debió principalmente al descenso de la tasa de descuento desde el 2,5% en 2015 hasta el 2% en 2016.

En 2016, las variaciones del valor razonable de los activos afectos al Plan en relación con el sistema de prestación definida fueron las siguientes:

	2016 millones €	2015 millones €
Valor razonable inicial de los activos afectos al Plan	755,3	651,9
Ingresos por los activos del Plan	19,5	13,4
Ganancias por nueva medición	44,7	26,8
Aportaciones del empleador	45,0	46,9
Aportaciones de los participantes en el Plan	19,5	21,7
Beneficios pagados	(6,0)	(5,4)
<b>Valor razonable final de los activos afectos al Plan</b>	<b>878,0</b>	<b>755,3</b>

En 2015 y 2016 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.

En 2016, a raíz de la valoración realizada por los actuarios del BCE sobre la situación del plan de pensiones del personal a 31 de diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió, entre otras cosas, a) interrumpir las aportaciones anuales adicionales del BCE por valor de 6,8 millones de euros y b) aumentar a partir de septiembre de 2016 las contribuciones realizadas por el BCE al plan de pensiones del personal desde el 19,5 % hasta el 20,7 % del salario base<sup>40</sup>. Estas decisiones se tradujeron en una reducción neta de las contribuciones totales pagadas por el BCE

<sup>40</sup> Además, el Consejo de Gobierno decidió aumentar el porcentaje de la contribución pagada por los empleados del BCE desde el 6,7 % hasta el 7,4 % del salario base.

en 2016 pese al incremento del número de miembros del plan (véase la nota 28, «Gastos de personal»).

Las variaciones en 2016 en los resultados por nueva medición (véase la nota 14 «Cuentas de revalorización») fueron las siguientes:

	2016 millones €	2015 millones €
Ganancias/(pérdidas) por nueva medición al inicio	(148,4)	(305,6)
Contribuciones de los BCN que se incorporan al Eurosistema <sup>41</sup>	0,0	(1,8)
Ingresos por los activos del Plan	44,7	26,8
Ganancias/(pérdidas) de la obligación	(102,1)	129,7
Pérdidas reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias	0,7	2,5
<b>Ganancias/(pérdidas) por nueva medición incluidas en «Cuentas de revalorización»</b>	<b>(205,1)</b>	<b>(148,4)</b>

## Supuestos principales

Para realizar las valoraciones a las que se hace referencia en esta nota, los actuarios se han basado en supuestos que han sido aceptados por el Comité Ejecutivo a efectos contables e informativos. En el siguiente cuadro se señalan los supuestos principales utilizados para el cálculo de las obligaciones derivadas del plan de jubilación:

	2016 %	2015 %
Tasa de descuento	2,00	2,50
Rendimiento previsto de los activos afectos al Plan <sup>42</sup>	3,00	3,50
Incrementos salariales futuros <sup>43</sup>	2,00	2,00
Incrementos de la pensión futuros <sup>44</sup>	1,40	1,40

Por otra parte, las contribuciones voluntarias realizadas por los miembros del personal en un sistema de aportación definida en 2016 ascendieron a 133,2 millones de euros (123,3 millones en 2015). Aunque estos activos se invierten en los activos del Plan, generan también una obligación correspondiente de igual valor.

<sup>41</sup> Tras la adopción de la moneda única por parte de Lituania, el Lietuvos bankas contribuyó a los saldos de todas las cuentas de revalorización del BCE con efectos a partir del 1 de enero de 2015. Las pérdidas por nueva medición incluidas en las cuentas de revalorización a 31 de diciembre de 2014 se tradujeron en una reducción de las contribuciones del Lietuvos bankas.

<sup>42</sup> 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.

<sup>43</sup> 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.

<sup>44</sup> De conformidad con las normas del plan de pensiones del BCE, las pensiones se incrementarán anualmente. Si los ajustes salariales generales de los empleados del BCE se situaran por debajo de la inflación de precios, los incrementos de las pensiones serían acordes a dichos ajustes. Si los ajustes salariales generales son superiores a la inflación de los precios, se aplicarán para determinar el incremento de las pensiones, siempre que la situación financiera de los planes de pensiones del BCE permitan dicho incremento.

## 13 Provisiones

Esta partida recoge principalmente una provisión por riesgos de tipo de cambio, de tipo de interés, de crédito y de precio del oro.

El Consejo de Gobierno utilizará esta provisión en la medida en que lo considere necesario para compensar futuras pérdidas realizadas y no realizadas, en particular, las pérdidas de valoración no cubiertas por las cuentas de revalorización respectivas. 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 2016, 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 2015. 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 (véase «Planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE» en el apartado sobre normativa contable y en la nota 12.3, «Diversos»).

	2016 €	2015 €	Variación €
Oro	13.926.380.231	11.900.595.095	2.025.785.136
Divisas	14.149.471.665	12.272.562.352	1.876.909.313
Valores y otros instrumentos	755.494.021	808.078.836	(52.584.815)
Obligación neta por prestación definida relativa a las prestaciones post-empleo	(205.078.109)	(148.413.109)	(56.665.000)
<b>Total</b>	<b>28.626.267.808</b>	<b>24.832.823.174</b>	<b>3.793.444.634</b>

El incremento de las cuentas de revalorización se debe a la depreciación del euro frente al oro, al dólar estadounidense y al yen japonés en 2016.

Los tipos de cambio aplicados para la revalorización de final de año fueron:

Tipos de cambio	2016	2015
Dólares estadounidenses por euro	1,0541	1,0887
Yenes por euro	123,40	131,07
Euros por DEG	1,2746	1,2728
Euros por onza de oro fino	1.098,046	973,225

## 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 cuadro<sup>45</sup>.

<sup>45</sup> 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 <sup>46</sup> %	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
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
<b>Total</b>	<b>70,3915</b>	<b>7.619.884.851</b>

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro deben desembolsar un 3,75 % del capital que hayan suscrito, como contribución a los costes operativos del BCE. Los desembolsos por este concepto ascendieron a un total de 120.192.083 euros al fin del ejercicio 2016, sin variación desde 2015. Estos BCN no tienen derecho a participar en los beneficios distribuibles del BCE, incluidos los derivados de la asignación de billetes en euros dentro del Eurosistema, ni tampoco son responsables de cubrir sus pérdidas.

Los BCN no pertenecientes a la zona del euro han desembolsado los siguientes importes:

<sup>46</sup> 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. En 2016 no se produjeron 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
<b>Total</b>	<b>29,6085</b>	<b>120.192.083</b>

## Instrumentos fuera de balance

### 16 Programa 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, así como sus tenencias de valores comprados al amparo del PSPP y los adquiridos en virtud del SMP que son también admisibles para su adquisición en el marco del PSPP<sup>47</sup>.

Si al final del ejercicio todas las garantías en efectivo se hubieran invertido, las operaciones de préstamo de valores relacionadas se registran en cuentas fuera de balance<sup>48</sup>. A 31 de diciembre de 2016 seguían vivas tales operaciones de préstamo de valores por valor de 10,9 mm de euros (4,5 mm de euros en 2015). De este importe, 3,9 mm de euros (0,3 mm de euros en 2015) estaban relacionados con el préstamo de valores mantenidos con fines de política monetaria.

### 17 Futuros sobre tipos de interés

A 31 de diciembre de 2016 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	2016 Valor contractual €	2015 Valor contractual €	Variación €
Adquisiciones	558.770.515	694.406.172	(135.635.657)
Ventas	2.258.798.975	690.554.100	1.568.244.875

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 2016 existían operaciones de *swap* de tipos de interés no vencidas con un valor nominal de 378,3 millones de euros (274,5 millones en 2015).

<sup>47</sup> 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.

<sup>48</sup> Si al final del ejercicio hubiera garantías en efectivo que no se hayan invertido, estas operaciones se registran en cuentas 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 llevaron a cabo en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

## 19 Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas

### Gestión de reservas exteriores

En 2016 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 2016 se presentan a los tipos de mercado de fin de año:

Swaps de divisas y operaciones a plazo en divisas	2016 €	2015 €	Variación €
Activos	3.123.544.615	2.467.131.004	656.413.611
Pasivos	2.855.828.167	2.484.517.472	371.310.695

### 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 2016, 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 2016, 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 por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilidad, en colaboración con la Comisión Europea, y a la elaboración de un dictamen no vinculante sobre el proyecto de ley de resolución de Chipre. Así pues, se consideró que el BCE no incurrirá en pérdidas como resultado de estos procedimientos.

## Notas a la cuenta de pérdidas y ganancias

### 22 Ingresos netos por intereses

#### 22.1 Ingresos por intereses de activos exteriores de reserva

Este apartado recoge los ingresos por intereses, netos de gastos, procedentes de los activos exteriores de reserva netos del BCE, de la siguiente forma:

	2016 €	2015 €	Variación €
Ingresos por intereses de cuentas corrientes	1.499.288	552.459	946.829
Ingresos por intereses de depósitos en el mercado monetario	18.095.835	6.306.443	11.789.392
Ingresos/(gastos) por intereses de cesiones temporales de valores	(34.017)	38.311	(72.328)
Ingresos por intereses de adquisiciones temporales de valores	12.745.338	2.920.201	9.825.137
Ingresos por intereses de valores	304.958.993	261.121.900	43.837.093
Ingresos/(gastos) netos por intereses de los <i>swaps</i> de tipos de interés	19.080	(861.355)	880.435
Ingresos netos por intereses de los <i>swaps</i> y de las operaciones a plazo en moneda extranjera	33.157.253	13.127.982	20.029.271
<b>Ingresos por intereses de los activos de reserva en moneda extranjera (neto)</b>	<b>370.441.770</b>	<b>283.205.941</b>	<b>87.235.829</b>

En 2016, 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 en la nota 5.1, «Activos relacionados con la asignación de los billetes en euros dentro del Eurosistema»). Pese al aumento del 4,7% del valor medio de billetes en circulación, se produjo un descenso de los ingresos en 2016 que refleja el hecho de que los tipos medios de las operaciones principales de financiación fueron más bajos que en 2015 (0,01 % en 2016 frente a 0,05 % en 2015).

## 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. El descenso de esta remuneración en 2016 refleja el hecho de que los tipos medios de las operaciones principales de financiación fueron más bajos que en 2015.

## 22.4 Otros ingresos por intereses y otros gastos por intereses<sup>49</sup>

En 2016 estas partidas incluían principalmente ingresos netos por intereses por valor de 1,0 mm de euros (0,9 mm de euros en 2015) de los valores adquiridos por el BCE con fines de política monetaria. De este importe, 0,5 mm de euros (0,6 mm de euros en 2015) corresponden a los ingresos netos por intereses de los valores adquiridos en el marco del SMP y 0,4 mm de euros (0,2 mm de euros en 2015) a ingresos netos por intereses de los valores adquiridos en el marco del APP.

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 2016 fueron las siguientes:

	2016 €	2015 €	Variación €
Ganancias netas realizadas por precio	159.456.244	175.959.137	(16.502.893)
Ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro	65.085.498	38.474.593	26.610.905
<b>Ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras</b>	<b>224.541.742</b>	<b>214.433.730</b>	<b>10.108.012</b>

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 2016, 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.

<sup>49</sup> Con efectos a partir de 2016 los ingresos y gastos por intereses derivados de valores mantenidos con fines de política monetaria se presentan por su importe neto dentro de la rúbrica «Otros ingresos por intereses» u «Otros gastos por intereses», dependiendo de si su importe neto es positivo o negativo (véase «Reclasificaciones» en el apartado sobre normativa contable).

El aumento general de las ganancias netas realizadas por tipo de cambio y precio del oro se debió principalmente a salidas de tenencias de DEG en el contexto del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la compra o venta de DEG contra euros (véase la nota 2.1 «Activos frente al FMI»).

## 24 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

En 2016, las minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras fueron las siguientes:

	2016 €	2015 €	Variación €
Pérdidas no realizadas por precio de los valores	(148.159.250)	(63.827.424)	(84.331.826)
Pérdidas no realizadas por precio de los swaps de tipos de interés	-	(223.892)	223.892
Pérdidas no realizadas por tipo de cambio	(12.760)	(1.901)	(10.859)
<b>Total</b>	<b>(148.172.010)</b>	<b>(64.053.217)</b>	<b>(84.118.793)</b>

El aumento de las minusvalías no realizadas respecto de 2015 se debió principalmente a los mayores rendimientos de mercado de los valores mantenidos en la cartera en dólares estadounidenses junto con el descenso generalizado de su precio de mercado.

## 25 Ingresos/gastos netos por honorarios y comisiones

	2016 €	2015 €	Variación €
Ingresos por honorarios y comisiones	382.191.051	277.324.169	104.866.882
Gastos por honorarios y comisiones	(10.868.282)	(8.991.908)	(1.876.374)
<b>Ingresos netos por honorarios y comisiones</b>	<b>371.322.769</b>	<b>268.332.261</b>	<b>102.990.508</b>

En 2016, los ingresos de este apartado recogen principalmente las tasas de supervisión. 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.

### *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 (UE) n° 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013. 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 2016 que las tasas anuales de supervisión de 2016 ascenderían a 404,5 millones de euros<sup>50</sup>. Este importe se basó en una estimación del gasto anual para 2016 de 423,2 millones de euros, después de ajustes para tener en cuenta i) el superávit de 18,9 millones de euros registrado en 2015; ii) los importes devueltos en relación con cambios en el número o la condición de las entidades supervisadas<sup>51</sup> (0,3 millones de euros); y iii) intereses por valor de 0,1 millones de euros cobrados por retrasos en el pago en 2015.

Sobre la base del gasto realizado por el BCE en sus actividades de supervisión bancaria, los ingresos por tasas de supervisión en 2016 fueron de 382,2 millones de euros.

	2016 €	2015 €	Variación €
Tasas de supervisión	382.151.355	277.086.997	105.064.358
<i>de las cuales:</i>			
<i>Tasas asignadas a entidades o grupos significativos</i>	338.418.328	245.620.964	92.797.364
<i>Tasas asignadas a entidades o grupos menos significativos</i>	43.733.027	31.466.033	12.266.994
<b>Total ingresos por funciones de supervisión bancaria</b>	<b>382.151.355</b>	<b>277.086.997</b>	<b>105.064.358</b>

El superávit de 41,1 millones de euros procedente de la diferencia entre el gasto estimado (423,2 millones de euros) y el gasto efectivamente realizado (382,2 millones de euros) para 2016 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 reducirá las tasas de supervisión que se recaudarán en 2017.

Asimismo, el BCE puede imponer multas o pagos periódicos coercitivos a las entidades que incumplan las obligaciones que les imponen los reglamentos y decisiones pertinentes. En 2016 no se impusieron ninguna de estas multas ni pagos coercitivos.

Los gastos relacionados con el MUS 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.

Los gastos realizados en 2016 se desglosan como sigue:

<sup>50</sup> Este importe se facturó en octubre de 2016 con fecha de pago de 18 de noviembre de 2016.

<sup>51</sup> De conformidad con el artículo 7 del Reglamento del BCE sobre las tasas de supervisión (BCE/2014/41), 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.

	2016 €	2015 €	Variación €
Salarios y prestaciones	180.655.666	141.262.893	39.392.773
Alquiler y mantenimiento de edificios	58.103.644	25.513.220	32.590.424
Otros gastos corrientes	143.392.045	110.310.884	33.081.161
<b>Total gastos relacionados con funciones de supervisión bancaria</b>	<b>382.151.355</b>	<b>277.086.997</b>	<b>105.064.358</b>

Los gastos relacionados con el Mecanismo Único de Supervisión aumentaron en 2016 debido al incremento del número total de empleados de la supervisión bancaria del BCE, al traslado a las nuevas oficinas y a la provisión de infraestructura de estadística y de tecnología de la información.

## 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 2016 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

Los gastos de personal registraron un incremento en 2016 debido al aumento de la cifra media de empleados contratados por el BCE. Este incremento se compensó en parte por un descenso del gasto neto relacionado con prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo.

Esta partida incluye salarios, complementos salariales, primas de seguros y gastos diversos por importe de 349,5 millones de euros (306,4 millones en 2015). También recoge el importe de 117,0 millones de euros (134,4 millones en 2015) correspondiente a planes de pensiones, prestaciones post-empleo y otras prestaciones a largo plazo del BCE (véase la nota 12.3, «Diversos»).

La estructura de salarios y de complementos salariales, incluidos los emolumentos de los altos cargos, se ha diseñado en términos generales tomando como referencia el esquema retributivo de 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 también se les remunera en función del número de reuniones a las que asisten. Asimismo, los miembros del Comité Ejecutivo y los miembros a tiempo completo del Consejo de Supervisión empleados por el BCE reciben otros complementos por residencia y representación. El Presidente dispone de una residencia oficial propiedad del BCE en lugar de la prestación por residencia. De acuerdo con lo dispuesto en las Condiciones de Contratación del Personal del Banco Central Europeo, los miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión tienen derecho a complementos salariales por residencia, hijos y educación, en función de sus circunstancias individuales. Los salarios están sujetos a tributación a la Unión Europea y a deducciones por aportaciones al plan de pensiones y a los seguros médico y de accidentes. Los complementos salariales no están sujetos a tributación y no computan a efecto de pensiones.

En 2016, 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) fueron<sup>52</sup>:

	2016 €	2015 €
Mario Draghi (Presidente)	389.760	385.860
Vítor Constâncio (Vicepresidente)	334.080	330.744
Peter Praet (Miembro del Comité Ejecutivo)	277.896	275.604
Benoît Cœuré (Miembro del Comité Ejecutivo)	277.896	275.604
Yves Mersch (Miembro del Comité Ejecutivo)	277.896	275.604
Sabine Lautenschläger (Miembro del Comité Ejecutivo)	277.896	275.604
<b>Total Comité Ejecutivo</b>	<b>1.835.424</b>	<b>1.819.020</b>
<b>Total Consejo de Supervisión (miembros empleados por el BCE)<sup>53</sup></b>	<b>631.254</b>	<b>635.385</b>
<i>del cual:</i>		
<i>Danièle Nouy (presidenta del Consejo de Supervisión)</i>	277.896	275.604
<b>Total</b>	<b>2.466.678</b>	<b>2.454.405</b>

Además, la remuneración de los miembros a tiempo parcial del Consejo de Supervisión ascendió a 343.341 euros (352.256 euros en 2015).

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 807.475 euros (625.021 euros en 2015). En diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió que, para los miembros del personal y los miembros del Consejo que pagan el coste íntegro de la cobertura del seguro médico privado, el BCE pagará un importe equivalente a la contribución que aportaría si estas personas fueran miembros del seguro médico del BCE. Asimismo, la norma incluye una cláusula retroactiva para pagos del seguro médico a partir del

<sup>52</sup> Los importes se presentan en cifras brutas, es decir, antes de deducciones fiscales de la Unión Europea.

<sup>53</sup> A excepción de Sabine Lautenschläger, cuyo salario figura con los de los demás miembros del Comité Ejecutivo.

1 de enero de 2013. Debido a la aplicación de esta cláusula, se espera que en 2017 los pagos por complementos salariales sean inferiores a los de 2016.

Pueden realizarse pagos transitorios a antiguos miembros del Comité Ejecutivo y del Consejo de Supervisión durante un período limitado tras cesar en sus cargos. En 2016 no se realizaron pagos de este tipo. Las pensiones, incluidas las prestaciones asociadas, abonadas a antiguos miembros del Comité Ejecutivo o a sus beneficiarios y las aportaciones a los seguros médico y de accidentes ascendieron a 834.668 euros (783.113 en 2015).

Al final de 2016, el BCE tenía el equivalente a 3.171 empleados a tiempo completo<sup>54</sup>, de los que 320 ocupaban cargos directivos. La variación en el número de empleados a lo largo de 2016 fue como sigue:

	2016	2015
Total de empleados a 1 de enero (excluyendo los nuevos empleados cuyos contratos empiezan el 1 de enero)	2.871	2.577
Nuevos empleados/cambio de la naturaleza del contrato	725	648
Bajas/finalización de contrato	(380)	(299)
Incremento/(disminución) neto debido a cambios de los patrones de trabajo a tiempo parcial	(45)	(55)
<b>Total de empleados a 31 de diciembre</b>	<b>3.171</b>	<b>2.871</b>
<b>Cifra media de empleados</b>	<b>3.007</b>	<b>2.722</b>

## 29 Gastos de administración

Esta partida incluye todos los gastos corrientes relativos al arrendamiento y mantenimiento de edificios, bienes y equipos de naturaleza no capitalizable, honorarios profesionales y otros servicios y suministros, además de gastos relacionados con el personal, tales como contratación, mudanza, instalación, formación y aquellos relacionados con la terminación del contrato.

## 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.

<sup>54</sup> No se incluyen los empleados con permisos no retribuidos. Esta cifra incluye los empleados con contratos indefinidos o temporales y los participantes en el programa de postgrado del BCE. También se incluye a los empleados de baja por maternidad o por enfermedad de larga duración.

President and Governing Council  
of the European Central Bank  
Frankfurt am Main

8 February 2017

## 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 2016, 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 2016 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).

### *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), 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).

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

8 de febrero de 2017

Informe de auditoría independiente

### *Opinión*

Hemos auditado los estados financieros del Banco Central Europeo, que comprenden el balance a 31 de diciembre de 2016, 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 2016 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).

### *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 de este informe. 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), 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) aplicable.

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

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman of the Board: WP/StB Georg Graf Waldersee - Board of Management: WP/StB Hubert Barth, Chairman  
WP/StB Ute Benzler - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer  
CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert  
Registered Office : Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

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 2016.*

De conformidad con el artículo 33 de los Estatutos del SEBC, el beneficio neto del BCE se aplicará de la siguiente manera:

- (a) un importe que será determinado por el Consejo de Gobierno, y que no podrá exceder del 20 % de los beneficios netos, se transferirá al fondo de reserva general, con un límite equivalente al 100 % del capital; y
- (b) los beneficios netos restantes se distribuirán entre los accionistas del BCE proporcionalmente a sus acciones desembolsadas<sup>55</sup>.

Cuando el BCE sufra pérdidas, el déficit podrá compensarse mediante el fondo de reserva general del BCE y, si fuese necesario y previa decisión del Consejo de Gobierno, mediante los ingresos monetarios del ejercicio económico correspondiente, en proporción a y hasta los importes asignados a los BCN con arreglo a lo establecido en el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC.<sup>56</sup>

El beneficio neto del BCE en 2016 ascendió a 1.193,1 millones de euros. De conformidad con una decisión del Consejo de Gobierno, el 31 de enero de 2017 se realizó una distribución provisional de beneficios, por importe de 966,2 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 226,9 millones de euros a los BCN de la zona del euro.

	2016 €	2015 €
Beneficio del ejercicio	1.193.108.250	1.081.790.763
Distribución provisional de beneficios	(966.234.559)	(812.134.494)
Beneficios del ejercicio tras la distribución provisional de beneficios	226.873.691	269.656.269
Distribución de los beneficios restantes	(226.873.691)	(269.656.269)
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>55</sup> 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.

<sup>56</sup> 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.

# Balance consolidado del Eurosistema a 31 de diciembre de 2016<sup>1</sup>

(millones de euros)<sup>2</sup>

ACTIVO	31 de diciembre 2016	31 de diciembre 2015
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>382.061</b>	<b>338.713</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>327.854</b>	<b>307.243</b>
2.1 Activos frente al FMI	78.752	80.384
2.2 Depósitos en bancos, inversiones en valores, préstamos al exterior y otros activos exteriores	249.102	226.860
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>30.719</b>	<b>31.110</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	<b>19.082</b>	<b>20.242</b>
4.1 Depósitos en bancos, inversiones en valores y préstamos	19.082	20.242
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
<b>5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>595.873</b>	<b>558.989</b>
5.1 Operaciones principales de financiación	39.131	88.978
5.2 Operaciones de financiación a plazo más largo	556.570	469.543
5.3 Operaciones temporales de ajuste	0	0
5.4 Operaciones temporales estructurales	0	0
5.5 Facilidad marginal de crédito	172	468
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0
<b>6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>69.104</b>	<b>107.864</b>
<b>7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	<b>1.974.899</b>	<b>1.161.004</b>
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria	1.654.026	803.135
7.2 Otros valores	320.873	357.869
<b>8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>26.460</b>	<b>25.145</b>
<b>9 Otros activos</b>	<b>236.847</b>	<b>230.236</b>
<b>Total activo</b>	<b>3.662.901</b>	<b>2.780.546</b>

<sup>1</sup> Basado en datos provisionales no auditados. Las cuentas anuales de los BCN se cerrarán antes de final de mayo de 2017 y posteriormente se publicará el balance anual consolidado del Eurosistema definitivo.

<sup>2</sup> Debido al redondeo, los totales/subtotales pueden no coincidir.

PASIVO	31 de diciembre 2016	31 de diciembre 2015
<b>1 Billetes en circulación</b>	<b>1.126.216</b>	<b>1.083.539</b>
<b>2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>1.313.264</b>	<b>768.419</b>
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	888.988	555.864
2.2 Facilidad de depósito	424.208	212.415
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	69	140
<b>3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>9.427</b>	<b>5.200</b>
<b>4 Certificados de deuda emitidos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Pasivos en euros con otros residentes en la zona del euro</b>	<b>220.760</b>	<b>141.805</b>
5.1 Administraciones Públicas	114.880	59.295
5.2 Otros pasivos	105.880	82.510
<b>6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>205.678</b>	<b>54.529</b>
<b>7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	<b>3.644</b>	<b>2.803</b>
<b>8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	<b>9.301</b>	<b>3.677</b>
8.1 Depósitos y otros pasivos	9.301	3.677
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II	0	0
<b>9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>59.263</b>	<b>59.179</b>
<b>10 Otros pasivos</b>	<b>221.402</b>	<b>217.492</b>
<b>11 Cuentas de revalorización</b>	<b>394.418</b>	<b>345.703</b>
<b>12 Capital y reservas</b>	<b>99.527</b>	<b>98.199</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>3.662.901</b>	<b>2.780.546</b>

## 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:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## 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 2017.

## 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: <sup>1)</sup>	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. <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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. <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50
15 Oct. <sup>5)</sup>	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 <sup>1)</sup>

(EUR millions; interest rates in percentages per annum)

### 1.2.1 Main and longer-term refinancing operations <sup>2), 3)</sup>

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 <sup>4)</sup>	Weighted average rate	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Main refinancing operations								
2016 26 Oct.	36,027	77	36,027	0.00	-	-	-	6
1 Nov.	32,728	59	32,728	0.00	-	-	-	8
9 Nov.	31,449	69	31,449	0.00	-	-	-	7
16 Nov.	32,639	72	32,639	0.00	-	-	-	7
23 Nov.	33,719	79	33,719	0.00	-	-	-	7
30 Nov.	35,952	86	35,952	0.00	-	-	-	7
7 Dec.	35,762	77	35,762	0.00	-	-	-	7
14 Dec.	36,822	76	36,822	0.00	-	-	-	7
21 Dec.	32,877	53	32,877	0.00	-	-	-	7
28 Dec.	39,131	74	39,131	0.00	-	-	-	7
Longer-term refinancing operations <sup>5)</sup>								
2016 29 June <sup>6)</sup>	399,289	514	399,289	0.00	-	-	-	1,456
30 June	7,726	55	7,726	0.00	-	-	-	91
28 July	7,010	70	7,010	0.00	-	-	-	91
1 Sep.	5,015	58	5,015	0.00	-	-	-	91
28 Sep. <sup>6)</sup>	45,270	249	45,270	0.00	-	-	-	1,463
29 Sep.	4,570	40	4,570	0.00	-	-	-	84
27 Oct.	5,427	55	5,427	0.00	-	-	-	91
1 Dec.	3,270	46	3,270	0.00	-	-	-	84
21 Dec. <sup>6)</sup>	62,161	200	62,161	0.00	-	-	-	1,456
22 Dec. <sup>7)</sup>	2,671	36	2,671	-	-	-	-	98

Source: ECB.

1) Only the 10 last operations until the end of 2016 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 <sup>2)</sup>		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 2016 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

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.6	4.5	2.5	2.4	1.7	0.8	0.5
Germany	3.1	4.3	1.7	1.6	1.2	0.5	0.1
Estonia <sup>2)</sup>	.	.	.	.	.	.	.
Ireland	4.4	4.4	4.4	3.8	2.4	1.2	0.7
Greece	7.5	4.8	11.0	10.1	6.9	9.7	8.4
Spain	4.1	4.4	3.7	4.6	2.7	1.7	1.4
France	3.4	4.4	2.2	2.2	1.7	0.8	0.5
Italy	4.2	4.6	3.7	4.3	2.9	1.7	1.5
Cyprus	5.3	5.3	5.3	6.5	6.0	4.5	3.8
Latvia	5.2	5.3	5.1	3.3	2.5	1.0	0.5
Lithuania	5.0	5.2	4.8	3.8	2.8	1.4	0.9
Luxembourg	3.1	4.1	2.0	1.9	1.3	0.4	0.3
Malta	4.1	5.0	3.2	3.4	2.6	1.5	0.9
Netherlands	3.3	4.4	2.0	2.0	1.5	0.7	0.3
Austria	3.4	4.4	2.2	2.0	1.5	0.7	0.4
Portugal	5.1	4.5	5.8	6.3	3.8	2.4	3.2
Slovenia	4.5	5.1	3.9	5.8	3.3	1.7	1.1
Slovakia	4.2	5.3	3.0	3.2	2.1	0.9	0.5
Finland	3.3	4.4	2.0	1.9	1.4	0.7	0.4
<b>Euro area</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	4.6	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5	2.3
Czech Republic	3.5	4.6	2.5	2.1	1.6	0.6	0.4
Denmark	3.3	4.5	1.8	1.7	1.3	0.7	0.3
Croatia	5.3	5.1	5.3	4.7	4.1	3.6	3.5
Hungary	6.7	7.3	6.2	5.9	4.8	3.4	3.1
Poland	5.6	6.6	4.5	4.0	3.5	2.7	3.0
Romania	6.4	7.3	6.0	5.4	4.5	3.5	3.3
Sweden	3.4	4.5	1.9	2.1	1.7	0.7	0.5
United Kingdom	3.7	4.8	2.3	2.0	2.1	1.8	1.2
<b>European Union</b>	<b>3.8</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>
United States	3.7	4.7	2.5	2.3	2.5	2.1	1.8
Japan	1.2	1.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0

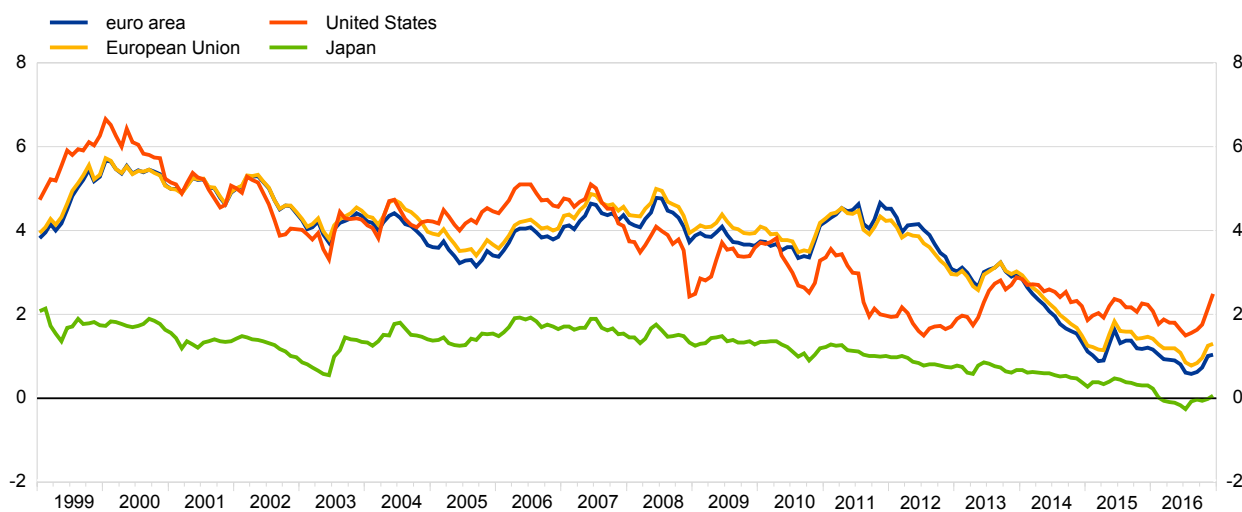
Source: ECB calculations based on daily data from national central banks. Thomson Reuters data for the United States and Japan.

1) 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.

2) 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 <sup>1)</sup>

(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) 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)

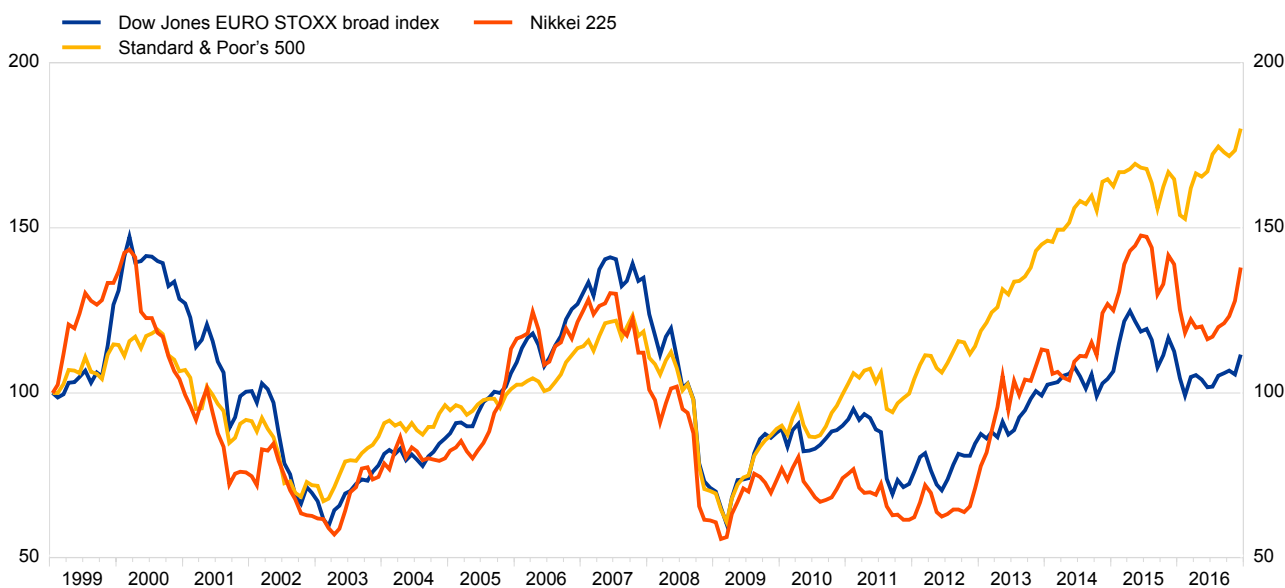
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium - BEL 20 Index	8.0	-42.9	43.6	18.1	12.4	12.6	-2.5
Germany - DAX 30 Index	65.0	-30.9	92.7	25.5	2.7	9.6	6.9
Estonia - OMXT Index	756.9	119.0	165.8	11.4	-7.7	19.1	19.6
Ireland - ISEQ Index	29.9	-53.3	119.1	33.6	15.1	30.0	-4.0
Greece - ASE Index	-88.7	-68.7	-70.7	28.1	-28.9	-23.6	1.9
Spain - IBEX 35 Index	-19.7	-21.0	-21.7	21.4	3.7	-7.2	-2.0
France - CAC 40 Index	-18.4	-46.0	23.5	18.0	-0.5	8.5	4.9
Italy - FTSEMIB Index	-54.9	-54.3	-17.3	16.6	0.2	12.7	-10.2
Cyprus - CSE Index	-93.4	9.4	-95.8	-10.1	-17.0	-20.9	-2.0
Latvia - OMXR Index	371.0	74.1	163.1	16.2	-11.3	45.7	23.5
Lithuania - OMXV Index	458.5	79.3	113.4	18.7	7.3	7.4	14.9
Luxembourg - LuxX Index	19.5	-29.8	21.7	16.1	4.9	-8.5	20.0
Malta - MSE Index	34.5	-6.8	33.8	14.8	-9.6	33.0	4.5
Netherlands - AEX Index	-28.0	-63.4	44.1	17.2	5.6	4.1	9.4
Austria - ATX Index	118.6	46.2	4.9	6.1	-15.2	11.0	9.2
Portugal - PSI 20 Index	-60.9	-47.0	-44.7	16.0	-26.8	10.7	-11.9
Slovenia - SBITOP Index	-51.3	-42.0	-27.0	3.2	19.6	-11.2	3.1
Slovakia - SAX Index	313.4	366.0	19.3	2.9	12.4	31.5	9.0
Finland - OMXH Index	-38.9	-62.9	37.9	26.5	5.7	10.8	3.6
Euro area - DJ EURO STOXX Broad Index	-15.9	-46.5	27.5	20.5	1.7	8.0	1.5
Bulgaria - SOFIX Index	449.5	236.0	37.3	42.3	6.2	-11.7	27.2
Czech Republic - PX 50 Index	88.2	75.3	-17.5	-4.8	-4.3	1.0	-3.6
Denmark - OMXC 20 Index	245.7	-3.1	162.5	24.1	20.9	36.2	-12.8
Croatia - CROBEX Index	70.1	46.9	-0.5	3.1	-2.7	-3.2	18.1
Hungary - BUX Index	262.9	38.8	50.8	2.2	-10.4	43.8	33.8
Poland - WIG Index	186.2	50.6	29.4	8.1	0.3	-9.6	11.4
Romania - BET Index	1,479.6	546.8	51.0	26.1	9.1	-1.1	1.2
Sweden - OMXS 30 Index	26.5	-44.8	59.4	20.7	9.9	-1.2	4.9
United Kingdom - FTSE 100 Index	3.1	-36.0	32.0	14.4	-2.7	-4.9	14.4
United States - S&P 500 Index	52.4	-38.5	100.8	29.6	11.4	-0.7	9.5
Japan - Nikkei 225 Index	1.0	-53.2	81.2	56.7	7.1	9.1	0.4

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 <sup>1)</sup>

(percentages per annum; period averages)

	1999-2016 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Euro area - EURIBOR	2.09	3.35	0.52	0.22	0.21	-0.02	-0.26
Bulgaria - SOFIBOR	3.19	4.57	2.31	1.14	0.78	0.54	0.15
Czech Republic - PRIBOR	2.45	3.70	0.89	0.46	0.36	0.31	0.29
Denmark - CIBOR	2.36	3.64	0.76	0.27	0.31	-0.12	-0.15
Croatia - ZIBOR	5.44	7.54	2.81	1.52	0.97	1.23	0.85
Hungary - BUBOR	7.42	9.70	4.58	4.32	2.41	1.61	0.99
Poland - WIBOR	6.55	9.11	3.35	3.03	2.52	1.75	1.70
Romania - ROBOR	15.46	24.65	4.82	4.23	2.54	1.33	0.78
Sweden - STIBOR	2.33	3.44	0.93	1.19	0.66	-0.19	-0.49
United Kingdom - LIBOR	2.08	3.35	0.48	0.15	0.18	-0.02	-0.28
United States - LIBOR	2.26	3.73	0.42	0.27	0.23	0.32	0.74
Japan - LIBOR	0.24	0.29	0.18	0.15	0.13	0.09	-0.02

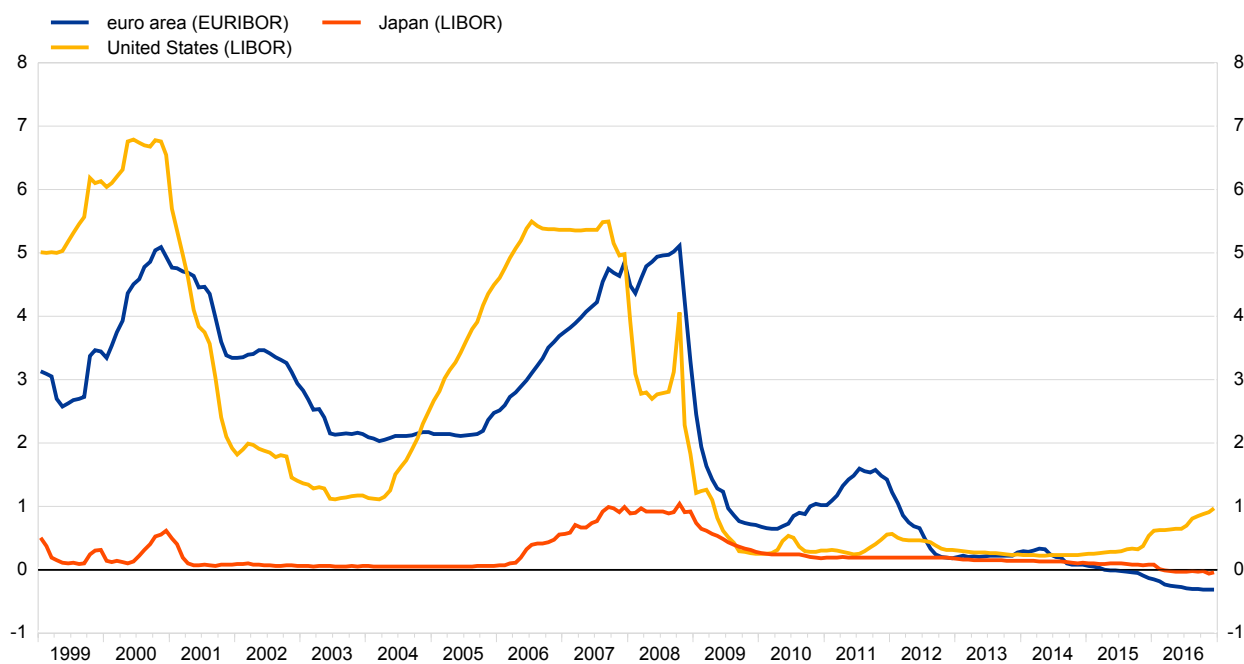
Source: ECB calculations based on Thomson Reuters and Thomson Reuters Datastream daily data.

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 <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.13	4.24	2.30	2.28	2.26	1.98	1.77
Germany	3.62	4.75	2.78	2.57	2.48	2.09	1.88
Estonia	-	-	3.61	3.16	2.97	2.51	2.49
Ireland	4.16	5.10	3.46	3.60	3.69	3.06	2.80
Greece	5.71	5.78	5.66	6.25	5.83	5.13	4.92
Spain	3.58	4.21	3.10	3.58	3.36	2.61	2.12
France	3.10	4.11	2.33	2.18	2.11	1.74	1.60
Italy	4.00	4.90	3.34	4.00	3.56	2.67	2.15
Cyprus	-	-	5.92	6.30	5.82	4.78	4.19
Latvia	-	-	-	-	3.51	3.33	2.87
Lithuania	-	-	-	-	-	2.50	2.32
Luxembourg	2.88	4.03	2.02	1.77	1.65	1.56	1.34
Malta	-	-	4.39	4.48	4.26	3.94	3.47
Netherlands	3.21	4.30	2.39	2.36	2.32	1.84	1.48
Austria	3.08	4.26	2.20	2.01	1.97	1.82	1.71
Portugal	5.11	5.34	4.93	5.64	5.00	3.96	3.29
Slovenia	4.41	4.36	4.45	4.85	4.39	3.12	2.43
Slovakia	-	-	2.87	2.62	2.66	2.41	2.24
Finland	2.96	4.05	2.14	2.08	2.13	1.85	1.71
Euro area <sup>2)</sup>	3.56	4.51	2.85	2.98	2.78	2.25	1.92

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 <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.77	4.38	3.31	3.45	3.17	2.49	2.11
Germany	3.77	4.81	2.98	2.76	2.50	1.96	1.76
Estonia	-	-	2.96	2.72	2.52	2.30	2.32
Ireland	3.67	4.13	3.32	3.42	3.44	3.41	3.25
Greece	3.86	4.53	3.36	2.81	2.93	2.63	2.69
Spain	3.39	4.16	2.81	2.99	2.93	2.23	1.94
France	3.67	4.25	3.24	3.18	2.95	2.31	1.87
Italy	3.78	4.49	3.26	3.69	3.20	2.51	2.13
Cyprus	-	-	4.54	4.88	4.42	3.63	3.08
Latvia	-	-	-	-	3.33	3.08	2.88
Lithuania	-	-	-	-	-	1.88	1.94
Luxembourg	2.94	4.02	2.12	2.13	2.03	1.86	1.69
Malta	-	-	3.17	3.22	2.93	2.79	2.81
Netherlands	4.15	4.54	3.87	3.78	3.35	2.90	2.59
Austria	3.30	4.28	2.57	2.39	2.29	2.01	1.90
Portugal	3.48	4.17	2.96	3.25	3.19	2.38	1.90
Slovenia	4.24	5.55	3.26	3.20	3.21	2.53	2.20
Slovakia	-	-	4.12	4.10	3.42	2.74	2.04
Finland	2.74	3.85	1.90	2.01	1.81	1.36	1.16
Euro area <sup>2)</sup>	3.66	4.42	3.09	3.07	2.80	2.26	1.97

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 <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.42	2.79	0.40	0.34	0.35	0.15	-0.03
Germany	1.49	2.86	0.47	0.24	0.24	0.16	0.02
Estonia	-	-	0.65	0.30	0.31	0.23	0.17
Ireland	1.67	2.75	0.87	0.57	0.41	0.15	0.05
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.00	2.90	1.32	1.55	0.80	0.36	0.21
France	1.76	2.89	0.92	0.81	0.74	0.31	0.21
Italy	1.99	2.88	1.33	1.80	1.22	0.87	1.04
Cyprus	-	-	2.74	2.68	2.44	1.72	1.41
Latvia	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	0.62	0.36	0.22	0.17	0.19
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	1.55	1.97	1.25	0.89	0.78
Netherlands	-	-	-	0.19	0.17	0.06	-0.03
Austria	1.67	2.92	0.74	0.45	0.44	0.32	0.26
Portugal	2.10	2.97	1.46	1.57	0.96	0.46	0.25
Slovenia	-	-	1.29	1.66	0.72	0.27	0.11
Slovakia	-	-	0.55	0.44	0.39	0.24	0.18
Finland	1.48	2.80	0.50	0.29	0.42	0.30	0.39
Euro area <sup>2)</sup>	1.72	2.86	0.87	0.94	0.61	0.32	0.18

Source: ECB MFI interest rate statistics.

Note: Data on deposit interest rates for Greece, Latvia 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.

### 1.7.2 Households <sup>1)</sup>

	2003-2016	2003-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.84	2.75	1.16	1.29	1.17	1.00	0.65
Germany	1.79	2.80	1.04	0.86	0.69	0.47	0.42
Estonia	1.70	2.75	0.92	0.53	0.55	0.58	0.54
Ireland	1.80	2.64	1.17	0.94	0.64	0.29	0.16
Greece	-	-	-	-	-	-	-
Spain	2.22	2.89	1.72	1.83	0.99	0.46	0.21
France	2.39	2.89	2.01	2.18	2.19	1.68	1.24
Italy	1.88	2.07	1.73	2.14	1.59	1.20	1.08
Cyprus	-	-	3.21	2.95	2.56	1.77	1.53
Latvia	-	-	1.23	0.49	0.50	0.56	0.56
Lithuania	-	-	1.01	0.54	0.43	0.28	0.24
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	2.01	2.26	1.83	1.34	1.17
Netherlands	-	-	-	2.33	2.09	1.92	1.68
Austria	1.88	2.89	1.11	0.89	0.74	0.45	0.37
Portugal	2.25	2.67	1.94	2.16	1.59	0.75	0.39
Slovenia	-	-	1.80	2.25	1.25	0.58	0.33
Slovakia	-	-	1.86	1.71	1.67	1.68	1.34
Finland	2.03	2.97	1.32	1.10	1.09	0.96	0.56
Euro area <sup>2)</sup>	2.24	2.81	1.80	1.99	1.35	0.81	0.56

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

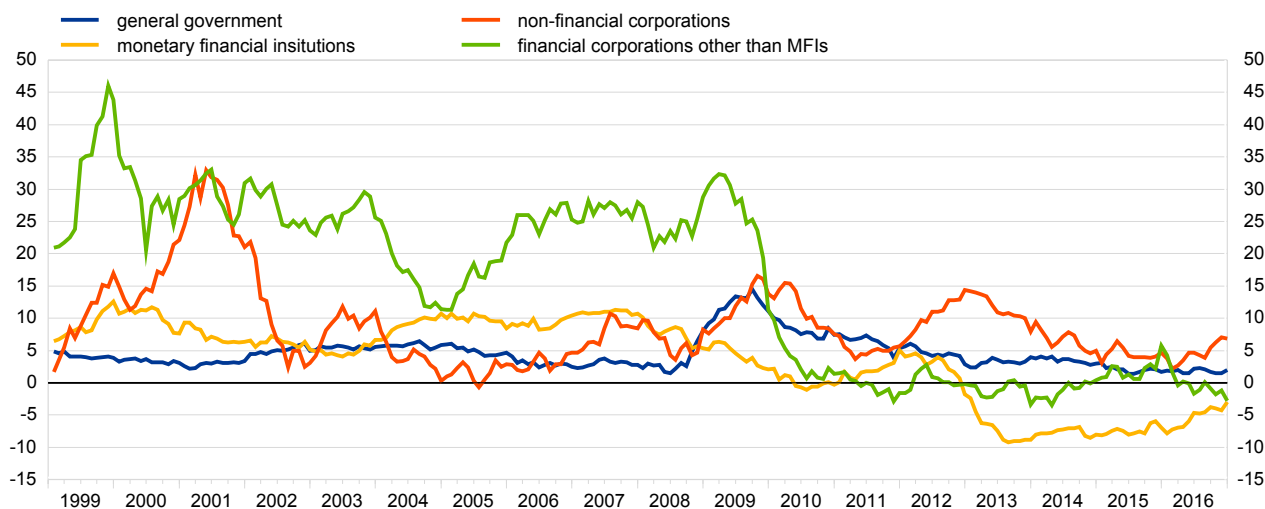
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.5	2.6	3.0	1.4	1.4	1.3	4.2
Germany	2.1	4.8	-1.2	-4.1	-2.6	-0.6	-1.3
Estonia	-	-	6.7	9.9	10.4	-0.5	2.4
Ireland	5.1	9.9	-2.2	-3.0	-3.5	-0.5	-3.3
Greece	2.0	12.6	-11.7	-25.6	-11.4	-4.6	-28.1
Spain	8.5	15.6	-0.7	-4.1	-6.9	-4.5	-0.7
France	6.2	8.4	3.2	0.1	2.7	0.6	1.4
Italy	4.1	6.4	0.4	1.5	-1.3	-3.8	-2.3
Cyprus	-	-	1.4	2.5	-5.6	-2.9	4.7
Latvia	-	-	21.2	34.4	34.9	8.9	10.9
Lithuania	-	-	1.2	-	3.7	-2.1	6.7
Luxembourg	6.0	0.2	12.5	20.8	13.3	16.6	2.3
Malta	-	-	9.4	6.8	14.3	13.1	11.1
Netherlands	7.1	12.6	0.6	-0.6	-0.6	0.9	0.2
Austria	4.7	9.6	-1.0	-2.0	-1.7	-3.3	-0.7
Portugal	6.8	10.4	0.2	-2.1	-7.5	-6.7	1.1
Slovenia	-	-	8.6	11.9	29.6	3.6	1.6
Slovakia	11.8	13.7	9.4	13.7	7.7	1.6	3.1
Finland	4.9	3.6	5.7	8.5	7.2	-0.9	1.3
Euro area	4.9	7.7	0.9	-0.6	-0.7	-0.6	-0.3

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

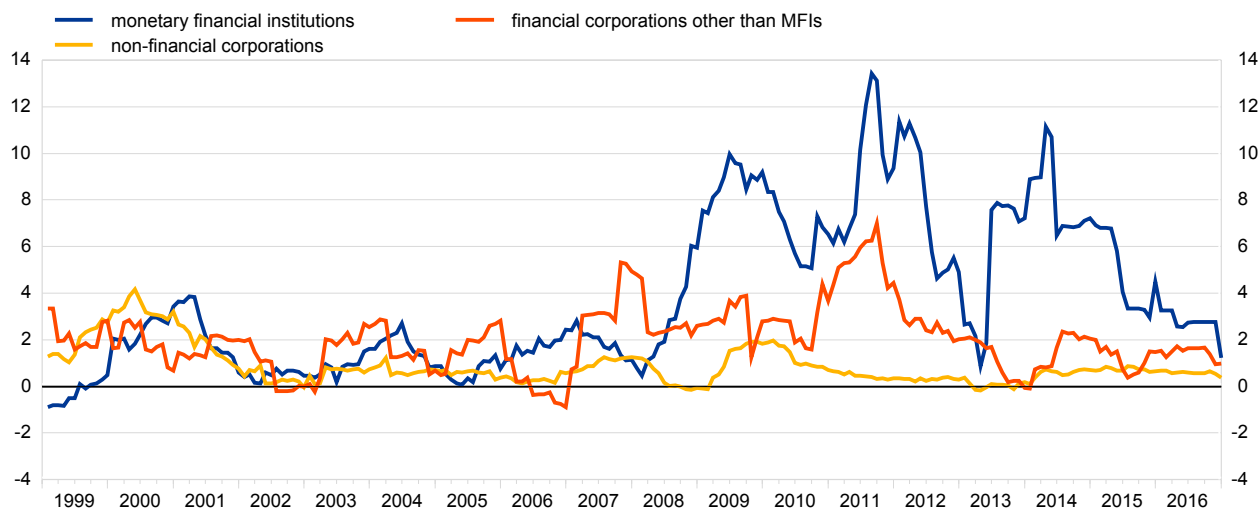
(annual percentage changes; period averages)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.2	0.1	0.4	0.9	1.3	1.0	1.1
Germany	1.2	1.4	0.9	0.3	0.7	0.9	0.3
Estonia	-	-	-7.3	-4.5	-3.8	-4.8	-4.0
Ireland	2.6	1.0	0.5	-6.1	-0.7	0.3	-0.1
Greece	7.8	1.5	16.9	39.6	35.1	6.8	33.9
Spain	1.2	1.1	1.2	0.8	0.3	2.5	1.1
France	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.8	0.5
Italy	1.6	1.1	1.8	0.7	1.4	1.8	1.4
Cyprus	-	-	16.2	9.3	13.8	23.1	9.2
Latvia	-	-	0.5	0.0	0.1	0.6	1.7
Lithuania	-	-	-0.4	-	-0.7	-3.9	0.3
Luxembourg	6.0	5.7	7.3	2.7	9.6	6.9	11.5
Malta	-	-	4.6	2.2	5.1	8.0	6.0
Netherlands	0.3	0.3	0.3	-0.6	0.7	0.0	0.6
Austria	5.6	8.7	2.1	1.3	5.2	2.3	0.4
Portugal	2.3	2.3	2.2	2.3	3.2	3.4	0.3
Slovenia	-	-	0.9	2.8	1.1	0.5	0.0
Slovakia	-	-	0.5	-0.1	0.0	-0.1	-0.2
Finland	0.2	-0.5	1.1	1.4	2.3	0.9	0.8
<b>Euro area</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>

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 <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; seasonally adjusted)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>Components of M3</b>							
M3	5.3	7.5	2.5	0.9	3.8	4.7	5.0
M2	5.5	7.3	3.3	2.4	3.7	5.2	4.8
M1	7.5	7.8	7.2	5.6	8.0	10.5	8.8
Currency in circulation	7.3	9.0	5.2	5.3	6.5	6.8	3.5
Overnight deposits	7.6	7.6	7.6	5.7	8.4	11.3	9.8
M2-M1 (other short-term deposits)	2.9	7.1	-2.0	-1.8	-2.3	-3.3	-2.6
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1.9	10.3	-7.7	-6.4	-5.4	-8.6	-7.6
Deposits redeemable at notice of up to three months	3.6	3.3	4.0	2.2	0.2	0.6	0.7
M3-M2 (marketable instruments)	2.7	8.8	-4.5	-16.1	4.4	-3.5	8.8
Repurchase agreements	-0.5	6.2	-8.3	-8.9	2.9	-39.1	-5.8
Money market fund shares	4.2	9.4	-2.0	-10.4	2.5	12.0	8.8
Debt securities issued with a maturity of up to two years	0.2	11.9	-12.8	-38.0	19.9	-25.3	23.8
<b>Counterparts of M3 <sup>2)</sup></b>							
MFI liabilities:							
Central government holdings	3.9	7.2	0.0	-14.2	-1.6	3.6	10.9
Longer-term financial liabilities vis-a-vis other euro area residents	3.8	6.6	0.3	-1.1	-2.2	-3.1	-2.1
Deposits with an agreed maturity of over two years	2.9	5.8	-0.6	-0.8	-5.1	-4.8	-3.4
Deposits redeemable at notice of over three months	-3.2	-0.9	-6.1	-13.5	2.2	-14.5	-11.5
Debt securities issued with a maturity of over two years	2.6	7.3	-3.0	-5.1	-6.1	-8.6	-5.4
Capital and reserves	6.4	7.4	5.3	3.8	4.5	4.3	2.0
MFI assets:							
Credit to euro area residents	4.5	6.9	1.5	-2.0	-0.2	2.3	4.7
Credit to general government	3.2	0.6	6.6	-0.7	2.1	7.9	11.7
of which: loans	0.3	-0.1	0.8	-6.3	1.5	-1.9	-3.1
Credit to the private sector <sup>3)</sup>	4.8	8.7	0.2	-2.4	-0.8	0.7	2.5
of which: loans <sup>4)</sup>	4.7	8.3	0.3	-2.4	-0.3	0.7	2.3

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

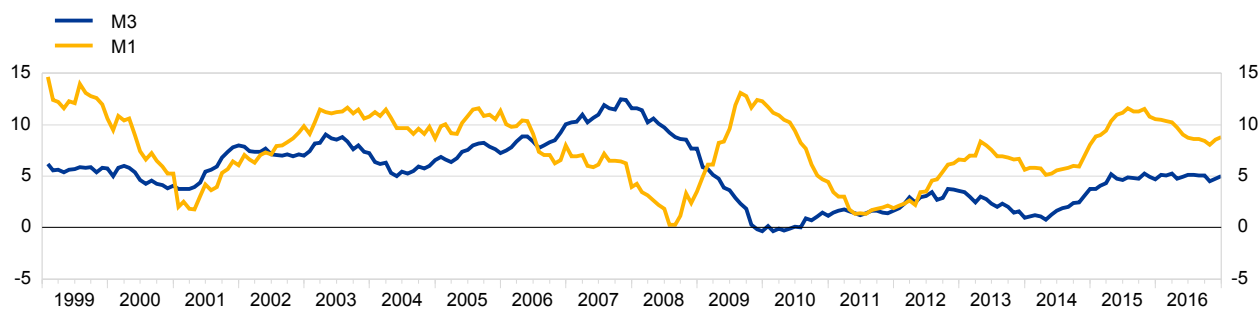
2) The table presents only selected counterparts to M3; i.e. net external assets and "other counterparts" (residual) are not included.

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

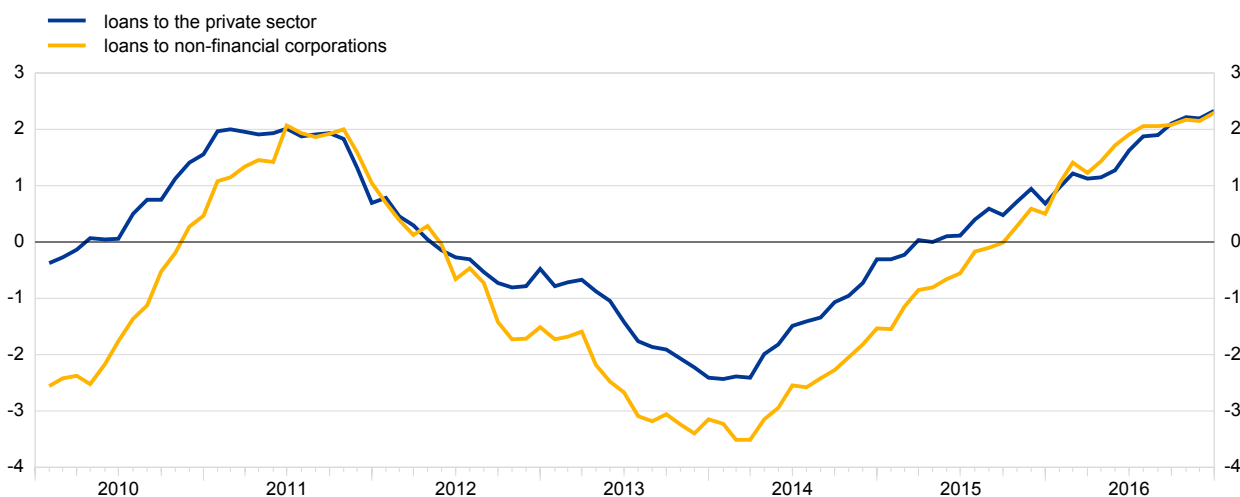
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.9	4.9	2.1	1.3	1.1	0.7	3.8	6.9
Germany	0.3	-0.8	0.3	0.6	-1.9	-0.5	0.8	3.5
Estonia	1.8	-5.1	-4.9	3.1	3.6	3.6	6.4	6.6
Ireland	-4.5	-6.5	-2.4	-4.0	-5.7	-6.5	-5.3	-0.7
Greece	-2.3	0.0	-2.4	-6.2	-3.2	-2.8	-1.3	0.0
Spain	-4.5	-0.9	-4.0	-7.6	-9.8	-6.6	-1.2	-0.8
France	2.7	1.5	4.7	1.3	-0.2	2.9	3.3	5.3
Italy	-0.9	1.9	2.5	-2.2	-5.5	-2.5	-0.5	0.3
Cyprus	0.0	2.6	8.2	4.6	-5.7	-0.8	0.8	-8.4
Latvia	-0.5	-	-5.3	3.3	-0.6	-6.7	1.1	5.9
Lithuania	0.1	-9.5	0.3	2.5	-3.2	-1.2	3.3	9.8
Luxembourg	-0.3	-6.8	-5.4	-7.5	-3.0	2.9	7.5	12.0
Malta	-1.4	-2.0	2.8	-1.7	-9.1	4.2	-10.3	7.9
Netherlands	0.4	1.7	3.7	2.8	1.7	-3.6	-3.8	0.5
Austria	1.4	1.9	3.8	0.5	-0.2	1.1	0.7	2.1
Portugal	-2.8	1.7	-2.7	-5.2	-3.0	-6.8	-1.3	-1.9
Slovenia	-5.5	-0.1	-3.4	-4.8	-7.8	-13.9	-7.6	-0.1
Slovakia	3.1	1.6	7.6	-2.3	1.7	1.9	7.3	4.2
Finland	5.6	4.2	9.9	4.7	5.7	4.9	5.3	4.4
<b>Euro area</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>
Bulgaria	2.8	2.7	6.0	5.4	1.4	2.4	-0.3	2.2
Czech Republic	4.0	1.7	6.3	2.4	2.4	1.7	6.3	7.5
Denmark	-0.6	-1.9	-4.5	-2.0	1.1	0.5	-0.1	3.1
Croatia	-1.8	-	7.2	-12.3	0.5	-3.4	-3.2	1.5
Hungary	-2.1	-3.0	-5.9	-3.6	-1.3	1.8	-7.1	4.8
Poland	5.3	-1.2	14.0	5.8	1.5	5.1	7.9	4.9
Romania	0.8	9.4	9.9	1.2	-5.7	-3.5	-2.9	-1.8
Sweden	3.2	3.4	6.6	2.3	1.0	2.5	2.6	4.4
United Kingdom	-3.5	-7.1	-5.7	-5.1	-5.6	-3.4	-0.3	3.2

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 for euro area countries 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.

## Chart 1.11 MFI loans to the private sector and to non-financial corporations <sup>1)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each year; period averages; not seasonally adjusted)

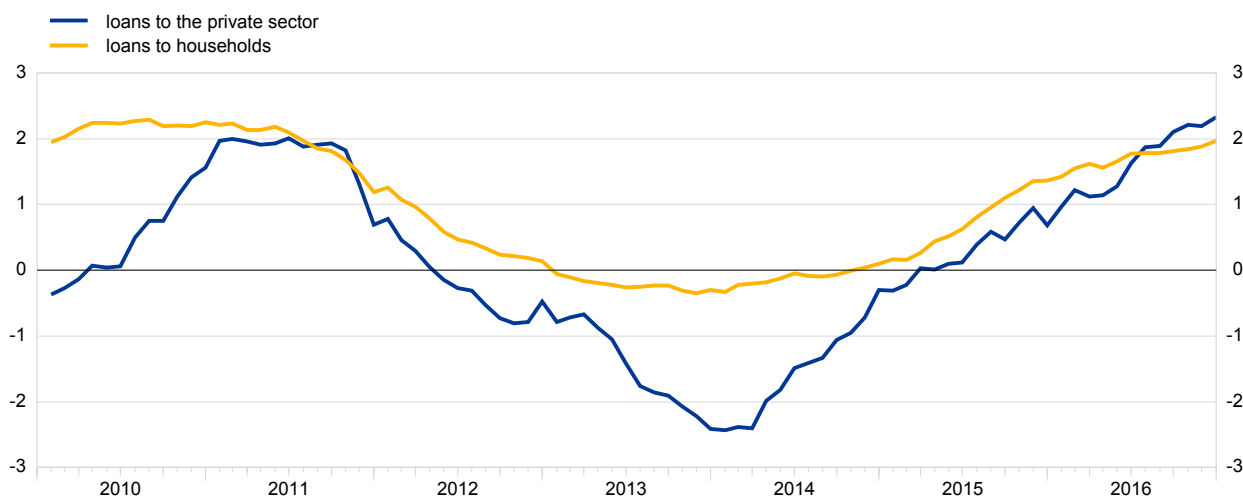
	2010-2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belgium	4.4	6.3	5.3	4.1	2.2	3.8	4.3	5.1
Germany	1.5	0.7	0.7	1.3	1.2	1.5	2.8	2.8
Estonia	0.6	-3.0	-2.2	-2.3	0.4	2.5	3.9	5.3
Ireland	-3.8	-5.4	-3.8	-3.8	-3.9	-3.6	-3.7	-2.6
Greece	-3.0	-0.6	-4.3	-4.2	-3.0	-3.0	-2.8	-2.8
Spain	-2.8	-0.3	-2.7	-3.9	-5.0	-3.9	-2.2	-1.4
France	3.6	6.1	4.5	2.5	2.6	1.9	3.5	4.4
Italy	1.2	4.9	3.4	-0.5	-1.3	-0.5	0.7	1.9
Cyprus	0.7	9.1	4.7	1.7	-4.6	-2.7	-1.0	-1.2
Latvia	-3.7	-	-6.2	-5.3	-4.8	-3.9	-2.5	0.6
Lithuania	0.8	-5.2	-1.7	-1.5	0.0	1.5	4.9	8.2
Luxembourg	4.3	2.2	5.2	5.6	3.9	4.2	4.8	4.0
Malta	5.7	6.5	6.2	4.4	4.3	6.8	6.5	5.0
Netherlands	-0.3	1.6	0.8	-0.4	-1.7	-1.3	-0.7	-0.6
Austria	1.3	0.7	1.5	0.6	0.6	1.1	1.9	2.9
Portugal	-2.5	2.1	-2.2	-4.4	-4.1	-3.5	-2.8	-2.2
Slovenia	1.3	8.0	1.7	-1.7	-2.8	-1.5	0.6	4.9
Slovakia	12.0	12.5	11.1	10.3	10.3	13.2	13.1	13.4
Finland	3.7	6.1	5.6	4.9	2.1	1.9	2.6	2.6
<b>Euro area</b>	<b>0.9</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>1.4</b>	<b>2.0</b>
Bulgaria	0.5	0.2	0.3	-0.3	0.4	-1.0	-0.3	4.1
Czech Republic	6.1	7.2	6.4	4.5	5.0	4.5	6.8	8.2
Denmark	0.5	1.4	0.8	0.6	-1.6	0.2	0.8	1.3
Croatia	-1.2	-	-2.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	0.6
Hungary	-7.6	-4.4	-16.7	-6.0	-5.8	-7.1	-12.0	-0.2
Poland	5.1	10.3	2.7	7.0	3.9	4.1	4.6	3.6
Romania	2.1	3.6	4.6	-2.0	-1.4	0.3	4.1	6.0
Sweden	6.1	8.0	5.3	4.4	4.9	5.8	7.5	7.1
United Kingdom	0.7	-5.6	-0.2	0.6	0.6	2.8	3.3	4.0

Source: ECB.

<sup>1)</sup> 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 for euro area countries 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.

## Chart 1.12 MFI loans to the private sector and to households <sup>1)</sup>

(annual percentage changes at the end of each month; seasonally adjusted)



Source: ECB.

<sup>1)</sup> 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	2.3	0.8	-0.1	1.7	1.5	1.2
Germany	1.3	1.6	1.0	0.5	1.6	1.7	1.9
Estonia	3.4	5.7	0.6	1.4	2.8	1.4	1.6
Ireland	4.8	5.3	4.2	1.1	8.5	26.3	.
Greece	0.2	3.5	-3.7	-3.2	0.4	-0.2	0.0
Spain	1.9	3.6	-0.2	-1.7	1.4	3.2	3.2
France	1.4	2.0	0.6	0.6	0.6	1.3	1.2
Italy	0.3	1.2	-0.8	-1.7	0.1	0.8	0.9
Cyprus	1.9	4.1	-0.8	-6.0	-1.5	1.7	2.8
Latvia	3.6	6.6	0.0	2.6	2.1	2.7	2.0
Lithuania	3.7	6.1	0.8	3.5	3.5	1.8	2.3
Luxembourg	2.8	3.6	2.1	4.2	4.7	3.5	.
Malta	3.1	2.4	3.7	4.5	8.3	7.4	5.0
Netherlands	1.6	2.5	0.4	-0.2	1.4	2.0	2.1
Austria	1.6	2.4	0.6	0.1	0.6	1.0	1.5
Portugal	0.7	1.6	-0.5	-1.1	0.9	1.6	1.4
Slovenia	2.3	4.3	-0.3	-1.1	3.1	2.3	2.5
Slovakia	3.6	5.1	1.9	1.5	2.6	3.8	3.3
Finland	1.6	3.3	-0.5	-0.8	-0.6	0.3	1.6
Euro area	1.3	2.1	0.3	-0.3	1.2	2.0	1.7
Bulgaria	3.1	4.7	1.1	0.9	1.3	3.6	3.4
Czech Republic	2.7	4.0	0.9	-0.5	2.7	4.5	2.4
Denmark	1.2	1.8	0.5	0.9	1.7	1.6	1.1
Croatia	1.5	3.7	-1.1	-1.1	-0.5	1.6	2.9
Hungary	2.2	3.4	0.6	2.1	4.0	3.1	2.0
Poland	3.7	4.2	3.1	1.4	3.3	3.9	2.8
Romania	3.5	5.4	1.1	3.5	3.1	3.9	4.8
Sweden	2.4	3.0	1.8	1.2	2.6	4.1	3.3
United Kingdom	1.9	2.5	1.2	1.9	3.1	2.2	1.8
European Union	1.5	2.3	0.6	0.2	1.6	2.2	1.9
United States	2.1	2.6	1.5	1.7	2.4	2.6	1.6
Japan	0.8	1.0	0.6	2.0	0.3	1.2	1.0

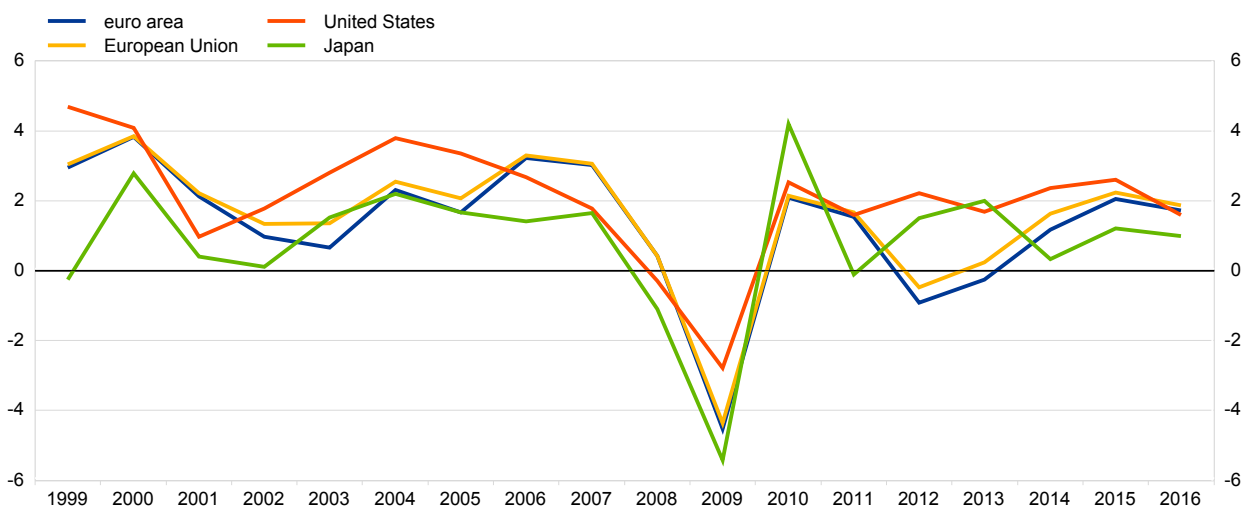
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.2	1.4	0.9	0.7	0.6	1.1	0.7
Germany	1.0	0.9	1.1	0.7	0.9	2.0	2.0
Estonia	3.9	6.6	0.7	3.8	3.3	4.7	4.1
Ireland	3.1	5.5	-0.2	-0.3	1.8	5.0	.
Greece	0.4	3.7	-3.4	-2.6	0.4	-0.2	1.4
Spain	1.5	3.3	-0.6	-3.1	1.6	2.9	3.2
France	1.7	2.3	0.9	0.5	0.7	1.5	1.9
Italy	0.4	1.0	-0.5	-2.5	0.3	1.6	1.4
Cyprus	2.6	5.3	-0.7	-5.9	0.7	1.9	2.9
Latvia	3.8	6.5	0.5	5.0	1.3	3.5	3.4
Lithuania	4.6	8.1	0.4	4.3	4.3	4.1	5.6
Luxembourg	2.2	2.3	2.1	2.6	2.7	1.8	.
Malta	2.0	1.7	2.3	2.3	2.8	5.2	3.8
Netherlands	0.9	1.6	0.0	-1.0	0.3	1.8	1.8
Austria	1.2	1.8	0.6	-0.1	-0.3	0.0	1.5
Portugal	0.9	2.0	-0.4	-1.2	2.3	2.6	2.3
Slovenia	1.7	3.1	0.1	-4.0	2.0	0.5	2.8
Slovakia	2.8	4.6	0.6	-0.8	1.4	2.2	2.9
Finland	2.2	3.2	0.9	-0.5	0.8	1.5	2.0
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>1.8</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
Bulgaria	4.5	7.3	1.0	-2.5	2.7	4.5	2.1
Czech Republic	2.2	3.3	0.9	0.5	1.8	3.0	2.9
Denmark	1.1	1.7	0.4	0.3	0.5	1.9	2.1
Croatia	1.3	3.5	-1.4	-1.8	-1.6	1.2	3.3
Hungary	2.0	3.7	0.0	0.3	2.5	3.4	5.0
Poland	3.3	3.9	2.5	0.3	2.4	3.2	3.6
Romania	4.9	7.9	1.3	0.7	4.7	6.0	7.4
Sweden	2.4	2.7	2.0	1.9	2.1	2.7	2.2
United Kingdom	2.1	3.1	0.9	1.6	2.2	2.4	3.0
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
United States	2.5	3.1	1.8	1.5	2.9	3.2	2.7
Japan	0.8	1.0	0.6	2.4	-0.9	-0.4	0.4

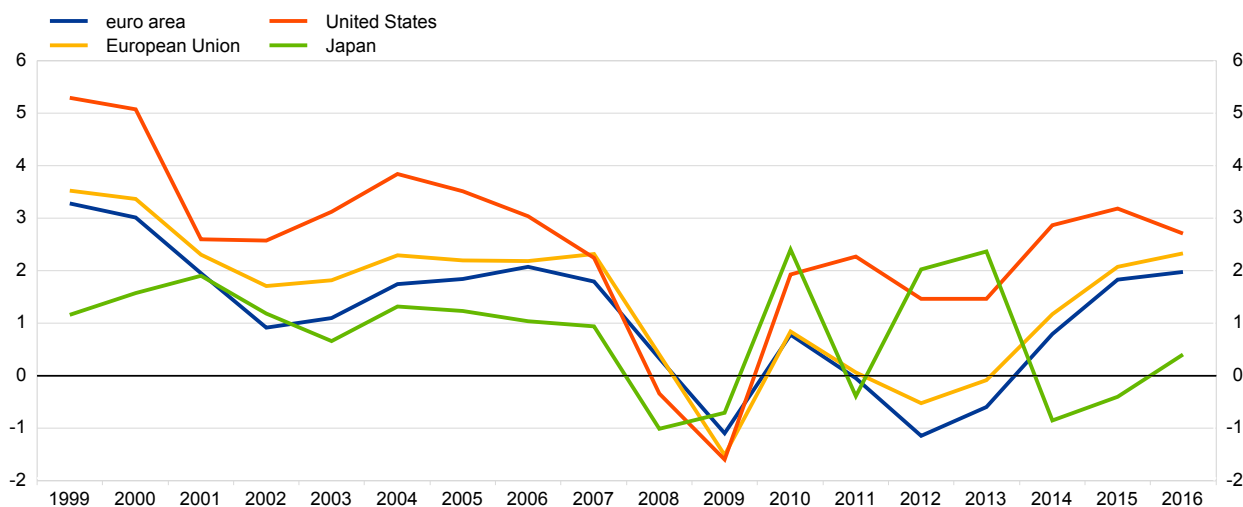
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.4	1.9	0.9	0.1	1.4	0.5	0.2
Germany	1.4	1.0	1.9	1.2	1.2	2.7	4.0
Estonia	2.2	3.0	1.2	1.9	2.7	3.4	1.0
Ireland	2.7	5.3	-1.0	-1.3	4.5	0.3	.
Greece	0.5	3.5	-3.2	-6.4	-1.4	0.0	-2.1
Spain	2.8	5.0	0.1	-2.1	-0.3	2.0	0.8
France	1.5	1.6	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5
Italy	0.6	1.4	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	0.6
Cyprus	1.4	3.8	-1.5	-8.2	-7.9	-0.6	-1.4
Latvia	1.2	2.8	-0.9	1.6	2.1	3.1	2.7
Lithuania	0.8	1.4	-0.1	0.7	0.3	0.9	1.3
Luxembourg	2.9	2.8	3.0	1.9	0.0	2.3	.
Malta	2.3	2.8	1.7	-0.3	6.5	3.8	-3.1
Netherlands	2.2	3.4	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8
Austria	1.4	1.7	1.0	0.7	0.8	2.1	1.3
Portugal	0.8	2.2	-0.8	-2.0	-0.5	0.8	0.8
Slovenia	1.8	3.2	0.1	-2.1	-1.2	2.5	2.6
Slovakia	2.8	3.2	2.3	2.2	5.3	5.4	1.6
Finland	1.0	1.6	0.3	1.1	-0.5	0.1	0.0
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>
Bulgaria	2.2	4.2	-0.2	0.6	0.1	1.4	0.6
Czech Republic	1.5	2.1	0.8	2.5	1.1	2.0	1.5
Denmark	1.5	2.0	0.8	-0.1	1.2	0.6	-0.2
Croatia	1.1	2.0	0.0	0.3	-0.8	-0.3	1.7
Hungary	1.6	1.9	1.2	4.1	4.5	1.0	0.1
Poland	3.2	4.0	2.1	2.5	4.1	2.3	3.8
Romania	0.6	1.2	-0.2	-4.6	0.8	0.1	2.5
Sweden	1.2	0.7	1.7	1.3	1.5	2.5	3.1
United Kingdom	2.2	3.1	1.0	0.3	2.3	1.3	0.8
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>
United States	1.0	2.0	-0.1	-2.4	-0.7	1.6	0.8
Japan	1.7	1.8	1.6	1.5	0.5	1.6	1.5

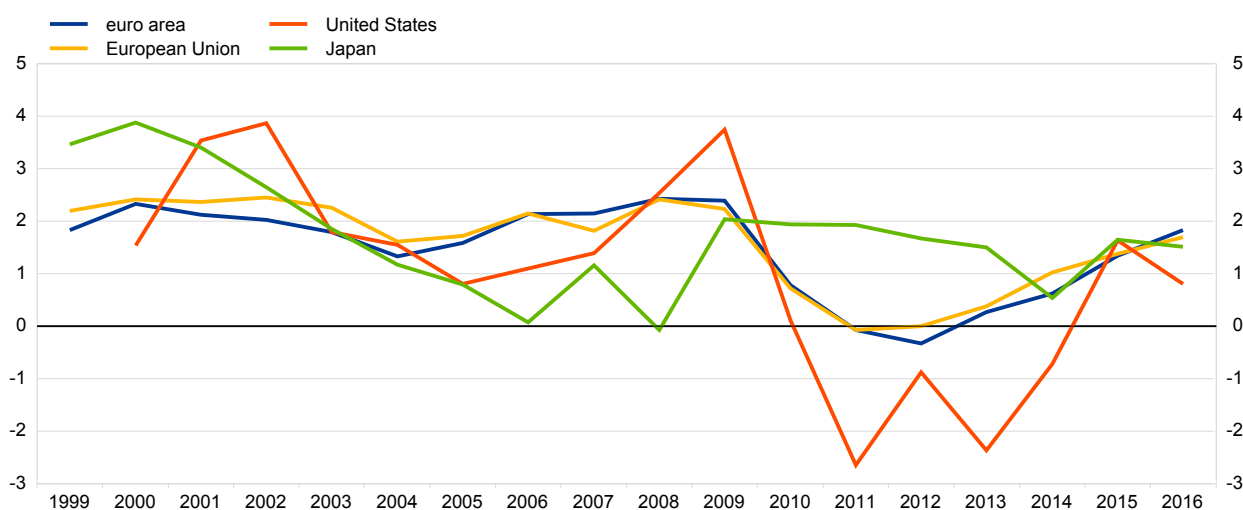
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.0	3.6	0.2	-3.9	6.9	3.6	0.3
Germany	0.3	0.8	-0.2	1.3	3.2	-0.6	1.3
Estonia	3.4	7.7	-1.8	-2.8	0.8	-9.0	0.7
Ireland	4.4	5.1	3.3	-6.0	24.9	26.7	.
Greece	-3.7	4.4	-13.0	-9.9	4.2	-8.9	-0.8
Spain	1.2	5.3	-3.6	-4.6	5.4	6.5	3.8
France	1.8	3.4	-0.1	0.3	2.1	1.5	2.6
Italy	-0.4	2.4	-3.7	-5.6	1.0	2.9	-0.1
Cyprus	1.1	8.5	-7.5	-25.5	-3.2	13.4	14.3
Latvia	3.5	11.1	-5.3	-5.8	-4.3	-0.9	2.3
Lithuania	3.3	8.9	-3.2	1.8	3.0	22.7	-8.5
Luxembourg	3.3	4.9	1.8	-1.4	8.9	3.3	.
Malta	2.1	0.9	3.4	9.0	-2.3	49.1	-2.1
Netherlands	1.0	2.3	-0.8	-3.9	3.2	6.2	4.7
Austria	1.0	1.7	0.2	-0.1	0.4	0.5	2.6
Portugal	-2.1	0.4	-5.1	-5.1	5.1	4.6	-0.9
Slovenia	0.7	6.9	-6.5	4.3	4.3	2.8	1.0
Slovakia	1.4	3.6	-1.4	1.8	6.2	10.8	-4.2
Finland	1.1	3.2	-1.5	-4.9	-1.8	2.7	4.0
<b>Euro area</b>	<b>0.8</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>
Bulgaria	4.7	15.8	-5.4	-3.3	4.4	2.0	0.9
Czech Republic	2.6	5.4	-0.8	-5.1	8.6	10.0	-1.2
Denmark	1.1	2.5	-0.7	3.4	4.3	0.9	3.0
Croatia	1.5	7.9	-5.9	-0.4	-3.8	2.6	4.1
Hungary	-0.2	2.3	-3.2	5.8	9.8	-2.5	-5.0
Poland	3.6	5.0	1.8	-5.8	12.8	4.9	-0.2
Romania	5.4	12.2	-2.5	0.5	1.7	7.5	2.6
Sweden	3.3	4.3	2.1	1.6	6.1	8.0	6.1
United Kingdom	1.7	1.1	2.5	10.0	9.4	1.1	-2.6
<b>European Union</b>	<b>1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>4.5</b>	<b>2.8</b>	<b>1.8</b>
United States	1.6	1.9	1.3	4.0	3.4	4.5	-1.2
Japan	-0.5	-0.9	0.0	3.2	3.3	2.5	-0.2

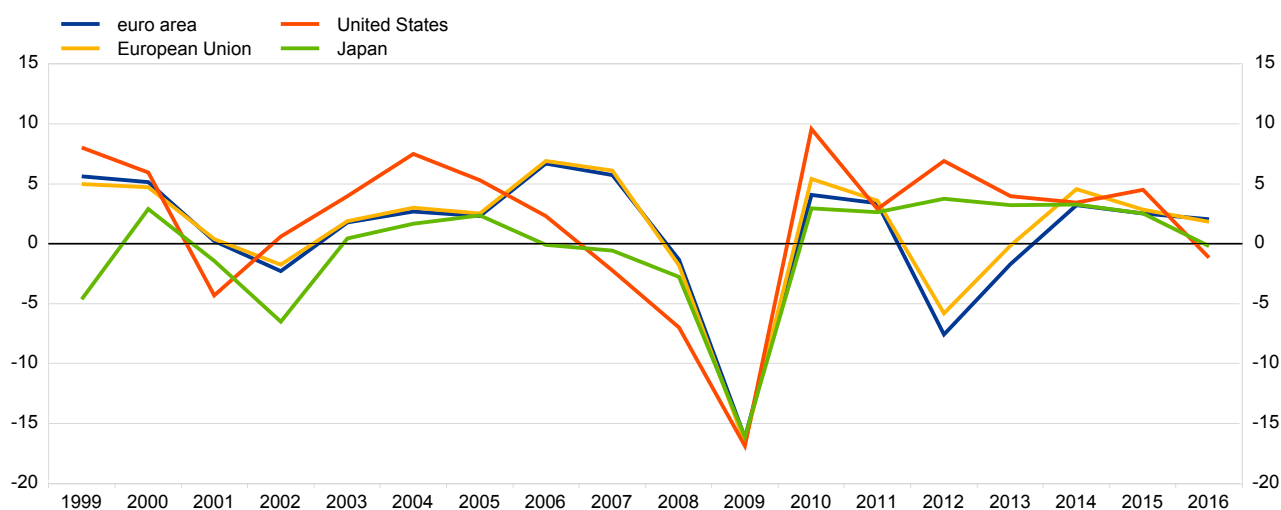
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta and Bulgaria available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.9	4.6	3.1	0.8	5.1	4.3	6.1
Germany	5.2	7.2	2.8	1.9	4.1	5.2	2.6
Estonia	5.8	7.0	4.3	2.3	3.1	-0.6	3.6
Ireland	8.3	7.6	9.2	3.1	14.4	34.4	.
Greece	3.9	7.5	-0.5	1.5	7.8	3.4	-2.0
Spain	3.8	4.5	2.9	4.3	4.2	4.9	4.4
France	3.1	3.8	2.3	1.9	3.3	6.1	1.2
Italy	2.1	2.9	1.1	0.7	2.7	4.4	2.4
Cyprus	1.7	1.8	1.6	2.1	4.2	0.0	3.6
Latvia	6.3	8.4	3.8	1.1	3.9	2.6	2.6
Lithuania	7.8	9.6	5.7	9.6	3.5	-0.4	2.9
Luxembourg	5.6	7.0	4.3	6.3	12.1	12.8	.
Malta	5.0	6.2	3.8	1.4	5.3	4.1	4.0
Netherlands	4.3	5.3	3.0	2.1	4.5	5.0	3.7
Austria	4.1	6.2	1.5	0.5	2.3	3.6	1.7
Portugal	4.1	4.4	3.8	7.0	4.3	6.1	4.4
Slovenia	5.9	8.8	2.3	3.1	5.7	5.6	5.9
Slovakia	9.1	12.6	4.9	6.7	3.7	7.0	4.8
Finland	3.2	7.1	-1.5	1.1	-2.7	2.0	0.7
<b>Euro area</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>4.4</b>	<b>6.5</b>	<b>2.9</b>
Bulgaria	4.0	3.7	4.5	9.6	3.1	5.7	5.7
Czech Republic	8.4	11.4	4.7	0.2	8.7	7.7	4.3
Denmark	3.7	5.8	1.2	1.6	3.6	1.8	1.4
Croatia	4.7	6.5	2.4	3.1	7.6	10.0	6.7
Hungary	8.8	12.9	3.8	4.2	9.8	7.7	5.8
Poland	7.5	8.8	5.9	6.1	6.7	7.7	8.4
Romania	9.4	10.9	7.7	19.7	8.0	5.4	7.6
Sweden	4.0	5.7	2.0	-0.8	5.3	5.6	3.4
United Kingdom	3.1	4.4	1.6	1.1	1.5	6.1	1.4
<b>European Union</b>	<b>4.4</b>	<b>5.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>	<b>4.4</b>	<b>6.4</b>	<b>3.0</b>
United States	3.6	4.4	2.5	3.5	4.3	0.1	0.4
Japan	4.1	6.6	1.1	0.8	9.3	3.0	1.2

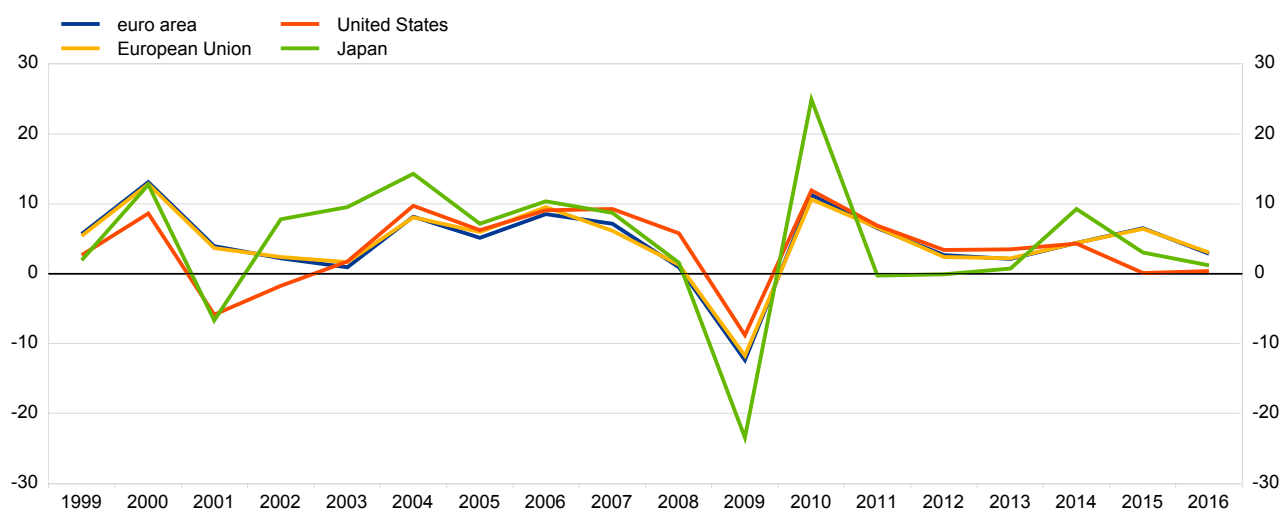
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	3.8	4.4	3.0	0.3	5.9	4.3	5.3
Germany	4.5	5.6	3.1	3.1	4.0	5.5	3.7
Estonia	6.0	8.4	3.1	3.2	2.2	-1.4	4.9
Ireland	7.1	7.8	6.2	1.1	15.3	21.7	.
Greece	1.6	7.2	-5.0	-2.4	7.6	0.3	-0.4
Spain	3.1	6.3	-0.8	-0.5	6.5	5.6	3.3
France	4.1	5.2	2.8	2.1	4.7	6.6	3.7
Italy	2.0	3.5	0.0	-2.4	3.2	6.8	2.9
Cyprus	2.0	4.6	-1.2	-4.8	4.6	2.1	5.3
Latvia	5.1	8.8	0.7	-0.2	0.5	2.1	4.4
Lithuania	7.4	11.0	3.1	9.3	3.3	6.2	2.6
Luxembourg	6.1	7.3	4.8	5.3	13.1	14.0	.
Malta	4.2	5.6	2.9	0.4	1.6	7.5	1.1
Netherlands	4.1	5.3	2.7	1.0	4.2	5.8	3.9
Austria	3.5	4.9	1.7	0.7	1.3	3.4	2.8
Portugal	2.7	4.0	1.1	4.7	7.8	8.2	4.4
Slovenia	4.8	8.4	0.4	2.1	4.2	4.6	6.2
Slovakia	7.1	10.2	3.2	5.6	4.4	8.1	2.9
Finland	3.8	7.0	-0.1	0.5	-1.3	3.1	2.0
<b>Euro area</b>	<b>4.0</b>	<b>5.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	<b>4.9</b>	<b>6.5</b>	<b>3.5</b>
Bulgaria	6.9	12.0	0.9	4.3	5.2	5.4	2.8
Czech Republic	7.8	10.9	4.1	0.1	10.1	8.2	3.2
Denmark	4.0	6.6	0.8	1.5	3.6	1.3	2.4
Croatia	3.9	7.3	-0.3	3.1	4.5	9.4	7.3
Hungary	7.7	12.0	2.6	4.5	10.9	6.1	5.7
Poland	6.2	7.9	4.0	1.7	10.0	6.6	8.7
Romania	10.5	16.0	4.0	8.8	8.7	9.2	9.3
Sweden	3.9	5.0	2.4	-0.1	6.3	5.5	3.7
United Kingdom	3.6	4.9	2.0	3.4	2.5	5.5	2.5
<b>European Union</b>	<b>4.1</b>	<b>5.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>5.0</b>	<b>6.3</b>	<b>3.6</b>
United States	3.7	5.1	2.0	1.1	4.4	4.6	1.1
Japan	3.0	3.9	1.8	3.3	8.3	0.1	-1.7

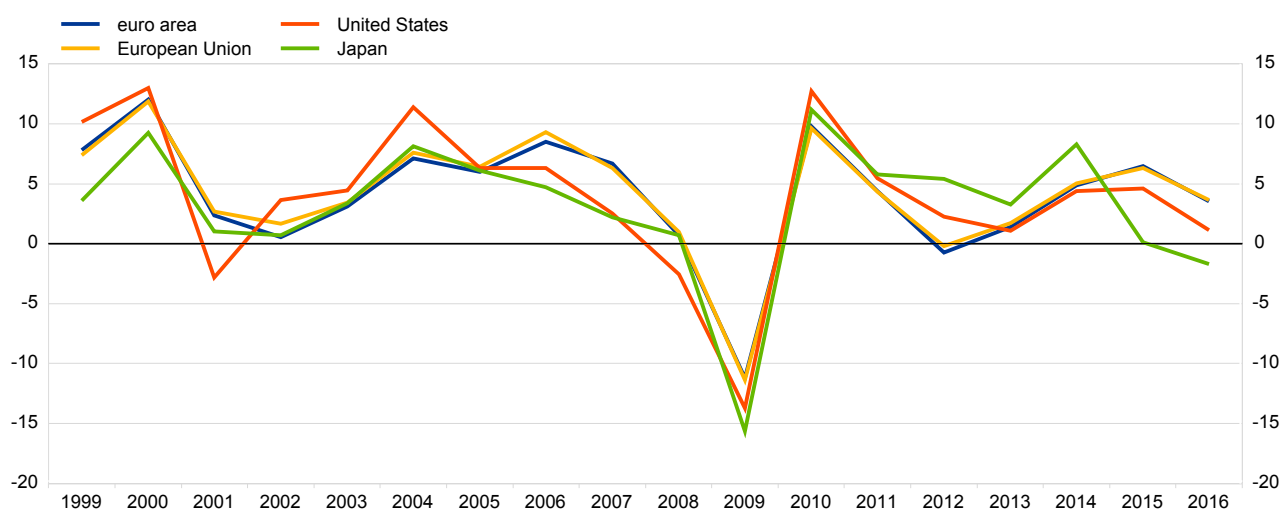
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Malta available since 2000, data for Luxembourg available since 2001.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008	2009-2016 <sup>1)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	337.1	296.2	388.2	391.7	400.8	410.4	422.0
Germany	2,513.8	2,283.0	2,802.2	2,826.2	2,923.9	3,032.8	3,132.7
Estonia	13.6	10.2	17.9	18.9	19.8	20.3	20.9
Ireland	165.6	150.1	187.8	180.2	193.2	255.8	.
Greece	190.8	186.3	196.5	180.7	177.9	175.7	175.9
Spain	945.1	849.0	1,065.3	1,025.6	1,037.0	1,075.6	1,113.9
France	1,871.8	1,694.7	2,093.2	2,115.3	2,140.0	2,181.1	2,225.3
Italy	1,508.2	1,417.5	1,621.6	1,604.6	1,621.8	1,645.4	1,672.4
Cyprus	16.0	13.9	18.5	18.1	17.6	17.6	17.9
Latvia	17.2	13.5	21.8	22.8	23.6	24.4	25.0
Lithuania	25.6	19.3	33.4	35.0	36.6	37.3	38.6
Luxembourg	34.9	28.3	44.3	46.4	49.3	51.2	.
Malta	6.2	5.0	7.7	7.6	8.4	9.3	9.9
Netherlands	581.6	524.2	653.3	652.7	663.0	676.5	696.9
Austria	276.6	242.9	318.6	322.5	330.4	339.9	349.5
Portugal	161.8	150.4	176.0	170.3	173.1	179.5	185.0
Slovenia	32.0	27.9	37.1	35.9	37.3	38.6	39.8
Slovakia	52.7	36.4	73.1	74.2	75.9	78.7	81.0
Finland	176.7	158.3	199.7	203.3	205.5	209.5	214.4
<b>Euro area</b>	<b>8,933.4</b>	<b>8,107.3</b>	<b>9,966.1</b>	<b>9,932.1</b>	<b>10,135.2</b>	<b>10,459.6</b>	<b>10,733.2</b>
Bulgaria	30.9	22.0	42.0	42.0	42.8	45.3	47.4
Czech Republic	127.3	100.5	160.8	157.7	156.7	167.0	174.5
Denmark	226.6	202.8	256.2	258.7	265.2	271.8	277.3
Croatia	38.2	33.3	44.3	43.5	43.0	43.8	45.6
Hungary	88.9	77.9	102.6	101.5	105.0	109.7	112.4
Poland	304.2	236.7	388.6	394.7	411.0	429.8	424.6
Romania	103.7	73.0	142.2	144.3	150.4	160.0	169.1
Sweden	351.5	304.2	410.6	435.8	432.7	447.0	462.4
United Kingdom	1,988.9	1,906.3	2,092.1	2,048.3	2,260.8	2,580.1	2,367.6
<b>European Union</b>	<b>12,193.9</b>	<b>11,064.0</b>	<b>13,606.3</b>	<b>13,558.6</b>	<b>14,002.6</b>	<b>14,714.0</b>	<b>14,819.6</b>
United States	11,660.1	10,584.4	13,004.6	12,567.8	13,092.3	16,256.4	16,772.6
Japan	4,111.2	4,072.2	4,160.0	3,880.7	3,661.3	3,949.4	4,470.1

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

## 2 Economic activity

### 2.8 GDP per capita

(current prices; PPPs<sup>1)</sup> in EUR thousands)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	28.9	26.5	32.4	33.0	33.1	33.7	34.4
Germany	29.1	26.4	33.2	33.7	34.2	35.3	36.0
Estonia	14.9	11.9	19.3	20.1	20.7	21.4	21.7
Ireland	33.6	30.8	37.6	36.0	36.5	38.5	51.4
Greece	20.5	20.4	21.3	19.6	19.7	19.8	19.7
Spain	23.1	21.8	25.5	24.8	24.6	25.2	26.0
France	26.5	24.7	29.2	29.2	29.9	30.1	30.8
Italy	25.9	24.9	27.6	27.7	27.1	27.2	27.9
Cyprus	23.0	21.9	25.2	24.7	23.1	22.8	23.6
Latvia	12.9	10.9	16.1	16.6	17.2	17.9	18.7
Lithuania	13.6	10.4	18.4	19.1	20.2	21.1	21.7
Luxembourg	62.8	56.5	70.7	70.5	71.7	75.0	76.5
Malta	20.0	17.8	23.1	22.8	23.6	25.4	26.9
Netherlands	32.4	30.1	36.3	36.2	36.8	36.7	37.2
Austria	30.7	27.9	34.8	35.8	36.1	36.4	37.1
Portugal	19.3	18.1	21.3	20.5	21.1	21.6	22.3
Slovenia	20.8	19.7	22.8	22.3	22.3	23.2	24.0
Slovakia	14.2	10.2	20.3	20.6	21.1	21.8	22.4
Finland	27.9	25.8	31.3	31.4	31.2	31.1	31.7
Euro area	26.3	24.4	29.2	29.2	29.5	30.0	30.9
Bulgaria	9.5	7.6	12.3	12.5	12.6	13.0	13.6
Czech Republic	19.3	17.0	22.9	22.5	23.0	24.3	25.3
Denmark	30.3	27.4	34.6	34.7	35.3	35.8	36.8
Croatia	14.2	12.7	16.3	16.4	16.4	16.5	16.8
Hungary	14.9	12.9	17.9	17.8	18.4	19.1	19.8
Poland	13.7	11.0	17.5	18.2	18.4	19.0	19.9
Romania	10.3	7.6	14.4	14.7	15.0	15.6	16.5
Sweden	30.2	27.8	34.0	34.6	34.5	34.8	35.9
United Kingdom	26.8	25.3	29.2	29.0	29.5	30.5	31.3
European Union	24.1	22.1	27.2	27.2	27.5	28.1	29.0
United States	36.4	34.5	39.5	39.8	39.8	40.8	42.0
Japan	25.5	24.3	27.3	27.7	28.0	28.0	28.8

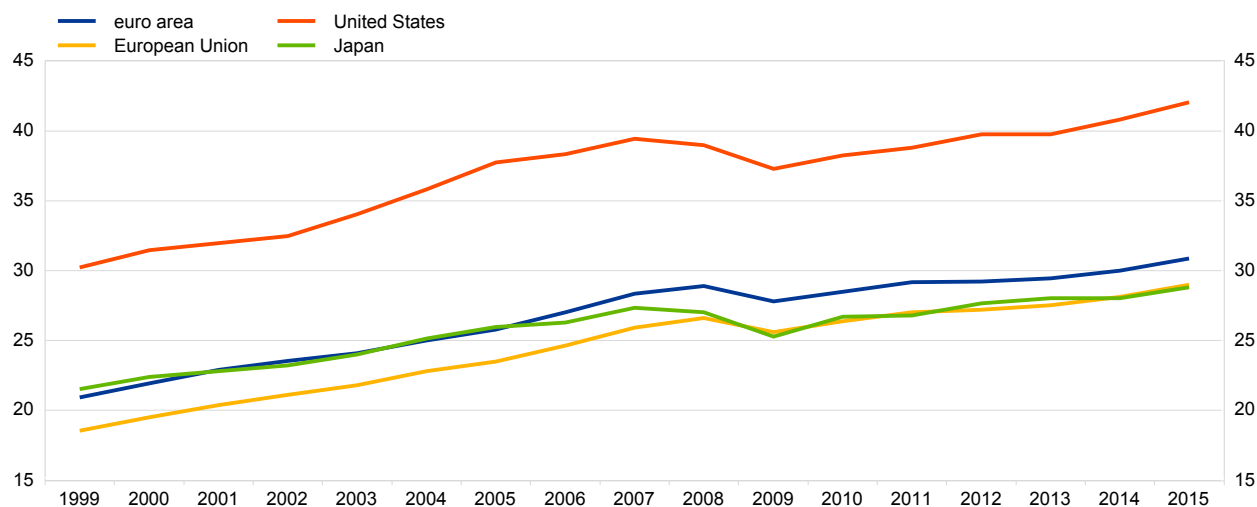
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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; PPPs<sup>1)</sup> 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.9	1.1	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.3
Germany	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
Estonia	0.2	0.6	-0.3	1.2	0.8	2.9	0.3
Ireland	1.6	3.4	-0.5	2.5	1.7	2.5	2.7
Greece	-0.4	1.2	-2.7	-2.6	0.0	0.5	.
Spain	1.2	3.4	-1.5	-2.6	0.9	2.5	2.7
France	0.7	1.1	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
Italy	0.6	1.3	-0.3	-1.8	0.1	0.7	1.3
Cyprus	1.2	2.9	-0.8	-5.9	-1.8	1.9	2.7
Latvia	-0.5	0.8	-2.1	2.3	-1.3	1.3	-0.1
Lithuania	-0.5	-0.5	-0.6	1.3	2.0	1.3	2.0
Luxembourg	3.2	3.9	2.2	1.8	2.6	2.6	.
Malta	1.8	0.9	2.9	3.7	5.1	3.8	3.7
Netherlands	0.7	1.3	0.0	-1.2	-0.2	0.9	1.2
Austria	1.0	1.1	0.8	0.3	0.9	0.6	1.3
Portugal	-0.2	0.4	-1.1	-2.9	1.4	1.4	1.6
Slovenia	0.4	1.2	-0.5	-1.1	0.4	1.1	2.0
Slovakia	0.5	0.6	0.4	-0.8	1.4	2.0	2.4
Finland	0.8	1.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.3	0.6
<b>Euro area</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
Bulgaria	0.0	1.0	-1.2	-0.4	0.4	0.4	0.5
Czech Republic	0.3	0.4	0.2	0.3	0.6	1.4	1.8
Denmark	0.3	0.8	-0.3	0.0	1.0	1.3	1.7
Croatia	0.9	3.0	-1.5	-2.6	2.7	1.5	0.6
Hungary	0.4	0.1	0.8	1.1	4.8	2.3	2.2
Poland	0.6	1.0	0.3	-0.1	1.7	1.5	0.6
Romania	-1.5	-1.6	-1.3	-0.9	0.8	-0.9	.
Sweden	1.0	1.1	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
United Kingdom	0.9	1.0	0.9	1.2	2.4	1.8	1.4
<b>European Union</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
United States	0.7	1.0	0.3	1.0	1.6	1.7	.
Japan	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.6	.	.

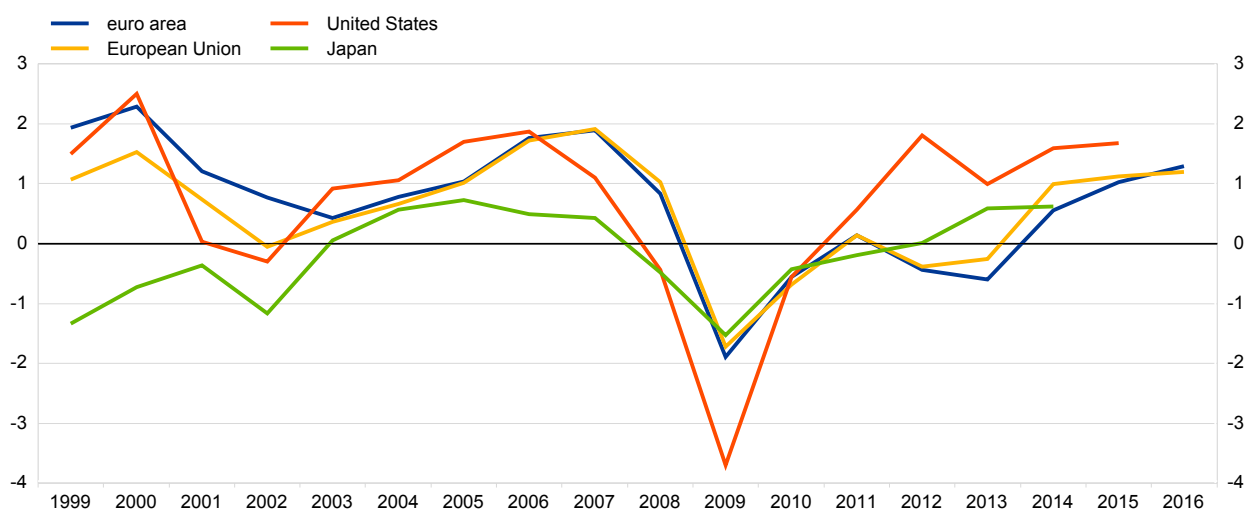
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Croatia and Poland available since 2000.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	0.7	1.1	0.3	0.3	1.2	0.6	-0.1
Germany	0.6	1.0	0.2	-0.1	0.8	0.8	0.9
Estonia	3.2	5.1	1.0	0.2	2.0	-1.3	1.3
Ireland	3.2	1.8	5.2	-1.4	6.7	23.2	.
Greece	0.5	2.2	-1.6	-0.6	0.3	-0.7	-1.3
Spain	0.6	0.1	1.3	0.9	0.5	0.7	0.5
France	0.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5
Italy	-0.2	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.1	-0.4
Cyprus	0.7	1.2	-0.1	0.0	0.2	-0.2	0.1
Latvia	4.2	5.8	2.2	0.3	3.5	1.4	2.0
Lithuania	4.3	6.6	1.4	2.1	1.5	0.5	0.3
Luxembourg	-0.1	-0.2	-0.1	2.3	2.0	0.9	.
Malta	1.0	1.2	0.8	0.8	3.0	3.5	1.3
Netherlands	0.8	1.2	0.5	1.0	1.7	1.0	0.9
Austria	0.6	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	0.3	0.1
Portugal	0.9	1.2	0.6	1.8	-0.5	0.2	-0.2
Slovenia	1.8	3.1	0.2	0.0	2.7	1.2	0.5
Slovakia	3.1	4.5	1.5	2.3	1.1	1.8	0.9
Finland	0.8	1.7	-0.3	0.0	-0.2	0.6	1.0
<b>Euro area</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>
Bulgaria	3.1	3.7	2.3	1.3	1.0	3.3	2.9
Czech Republic	2.4	3.6	0.8	-0.8	2.2	3.1	0.6
Denmark	0.8	0.9	0.8	1.0	0.7	0.4	-0.6
Croatia	0.7	1.2	0.2	1.6	-3.1	0.1	2.3
Hungary	1.7	3.3	-0.2	1.0	-0.7	0.9	-0.2
Poland	2.7	2.6	2.8	1.5	1.5	2.4	2.2
Romania	4.9	7.1	1.9	4.4	2.3	4.9	.
Sweden	1.5	1.9	0.9	0.3	1.1	2.5	1.6
United Kingdom	1.0	1.5	0.3	0.7	0.7	0.4	0.4
<b>European Union</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>
United States	1.4	1.5	1.2	0.7	0.8	0.9	.
Japan	0.9	1.3	0.4	0.8	-0.6	.	.

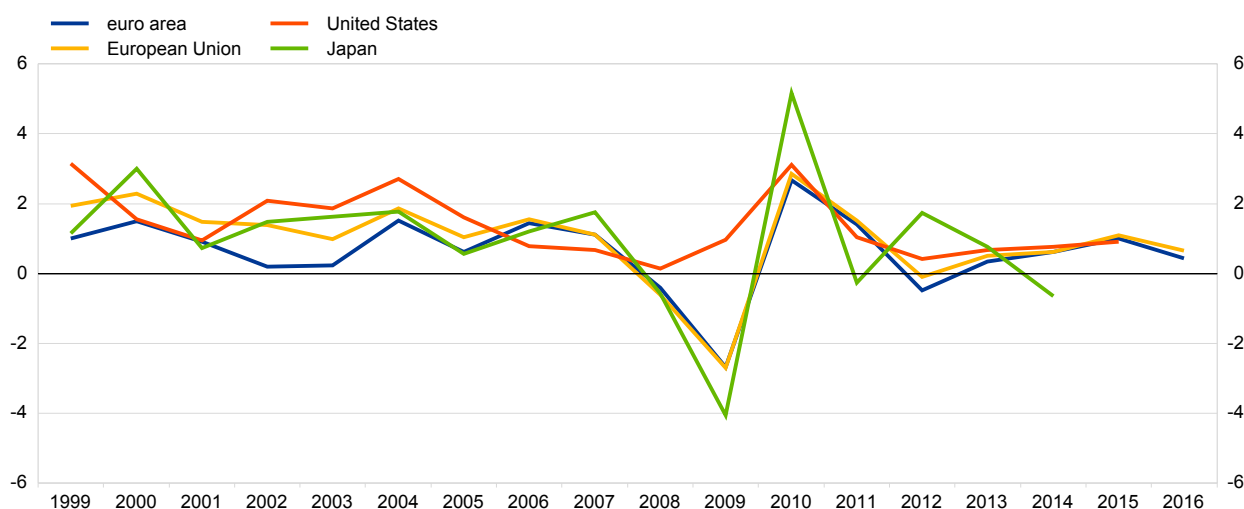
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg and Malta available since 2000; and for Poland since 2002.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### 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)

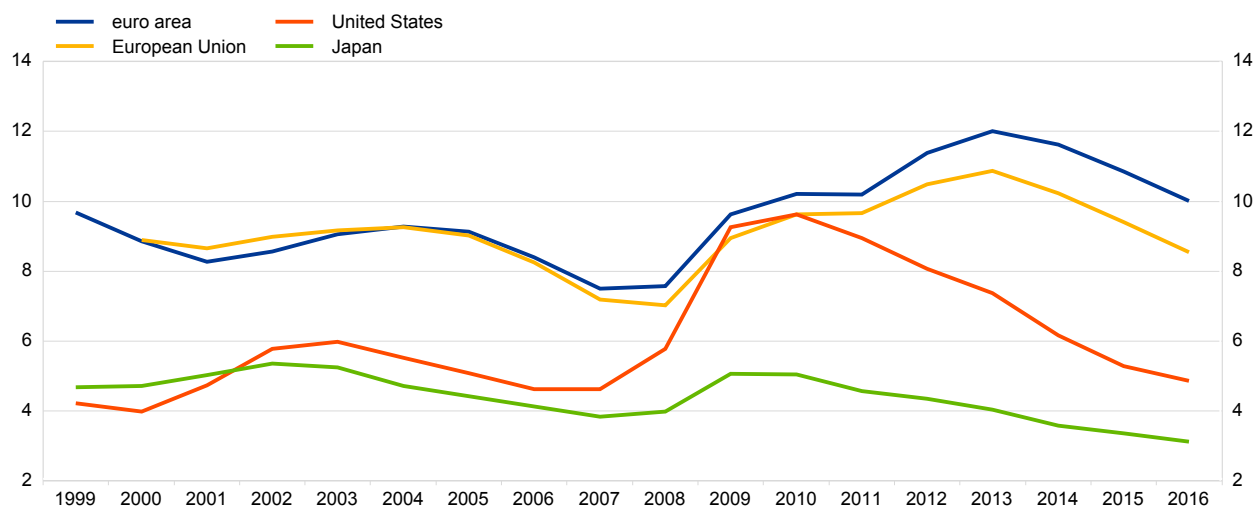
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	7.9	7.7	8.1	8.4	8.5	8.5	8.0
Germany	7.7	9.1	5.8	5.2	5.0	4.6	4.1
Estonia	9.9	9.3	10.7	8.6	7.4	6.2	6.8
Ireland	8.0	4.7	12.7	13.1	11.3	9.4	7.9
Greece	14.3	10.0	20.5	27.5	26.5	24.9	23.5
Spain	15.5	10.7	22.4	26.1	24.5	22.1	19.6
France	9.2	8.9	9.8	10.3	10.3	10.4	10.0
Italy	9.1	8.2	10.3	12.1	12.7	11.9	11.7
Cyprus	7.3	4.3	11.2	15.9	16.1	14.9	13.3
Latvia	12.3	10.9	14.4	11.9	10.8	9.9	9.6
Lithuania	11.9	11.0	13.2	11.8	10.7	9.1	7.9
Luxembourg	4.4	3.6	5.4	5.9	6.0	6.5	6.3
Malta	6.7	7.0	6.3	6.4	5.8	5.4	4.8
Netherlands	5.0	4.4	6.0	7.3	7.4	6.9	6.0
Austria	4.9	4.7	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0
Portugal	9.8	7.3	13.5	16.4	14.1	12.6	11.2
Slovenia	7.1	6.1	8.4	10.1	9.7	9.0	7.9
Slovakia	14.9	16.0	13.3	14.2	13.2	11.5	9.7
Finland	8.4	8.5	8.3	8.2	8.7	9.4	8.8
<b>Euro area</b>	<b>9.5</b>	<b>8.6</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>	<b>10.9</b>	<b>10.0</b>
Bulgaria	11.6	12.4	10.6	13.0	11.4	9.2	7.7
Czech Republic	7.0	7.3	6.5	7.0	6.1	5.1	4.0
Denmark	5.5	4.5	6.9	7.0	6.5	6.2	6.2
Croatia	13.7	13.1	14.5	17.3	17.3	16.3	12.8
Hungary	7.9	6.6	9.7	10.1	7.7	6.8	5.1
Poland	12.9	15.5	9.2	10.4	9.0	7.5	6.2
Romania	7.1	7.2	6.9	7.1	6.8	6.8	5.9
Sweden	7.1	6.5	8.0	8.0	7.9	7.4	6.9
United Kingdom	6.0	5.2	7.2	7.6	6.1	5.3	4.8
<b>European Union</b>	<b>9.1</b>	<b>8.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>10.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>
United States	6.2	5.0	7.8	7.4	6.2	5.3	4.9
Japan	4.5	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1

Source: Eurostat.

1) Data for Estonia, Cyprus, Malta, Bulgaria, Croatia and the European Union available since 2000.

### Chart 2.11 Unemployment

(percentage of the labour force)



Source: Eurostat.

## 2 Economic activity

### 2.12 Household debt <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

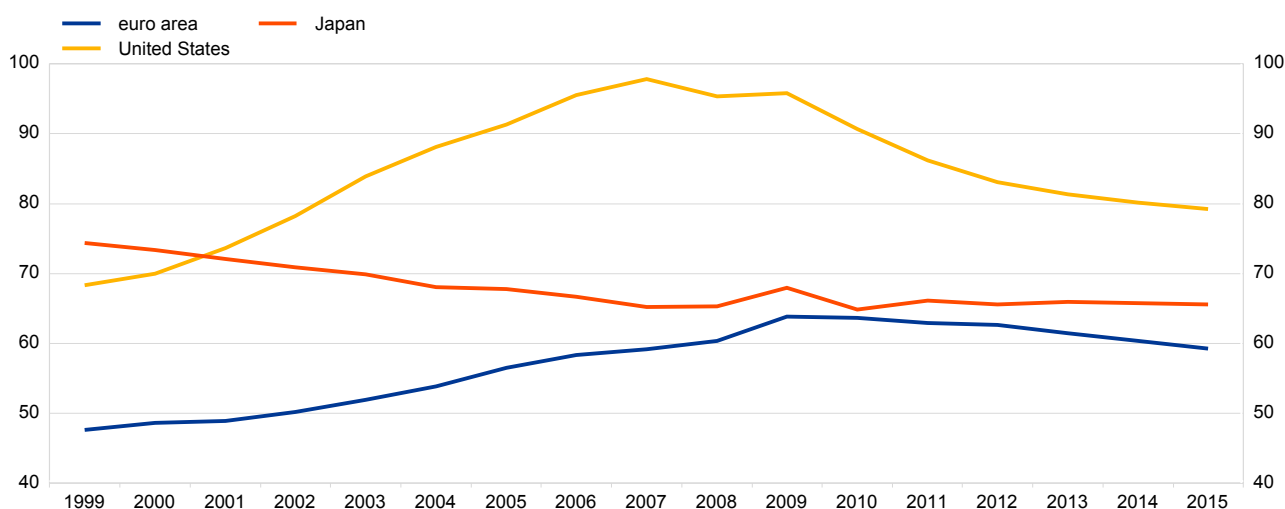
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	46.9	41.5	54.6	54.7	55.8	57.7	58.7
Germany	62.9	67.3	56.7	56.3	55.4	54.3	53.5
Estonia	33.7	25.4	45.5	41.9	40.2	39.7	40.7
Ireland	85.1	76.5	94.8	98.8	93.5	82.3	58.5
Greece	42.1	28.3	61.7	64.6	65.1	63.4	62.4
Spain	68.3	61.4	78.2	80.6	77.1	72.7	67.8
France	45.8	39.4	54.9	55.2	55.7	56.0	56.6
Italy	35.2	29.7	43.2	44.0	43.5	42.7	42.2
Cyprus	99.5	82.4	123.7	126.5	127.5	131.0	129.2
Latvia	35.6	34.5	36.4	33.2	29.8	26.4	24.5
Lithuania	17.0	11.2	25.4	23.7	22.4	21.5	22.2
Luxembourg	49.4	43.1	55.8	56.2	56.1	56.8	58.5
Malta	54.4	48.3	58.8	60.3	59.1	57.6	55.5
Netherlands	106.7	100.1	116.3	118.4	114.7	113.1	112.0
Austria	50.3	48.6	52.8	52.4	51.6	51.6	51.8
Portugal	78.8	72.9	87.1	90.7	86.3	82.3	77.5
Slovenia	23.9	19.1	29.4	30.9	30.0	28.5	27.8
Slovakia	17.6	10.0	28.4	27.7	29.6	32.2	34.7
Finland	50.2	41.2	63.1	63.6	64.0	65.5	66.8
Euro area	57.0	53.5	62.0	62.7	61.5	60.4	59.3
Bulgaria	17.2	11.9	24.0	23.2	23.1	23.1	21.7
Czech Republic	20.9	14.4	30.2	30.9	31.7	30.5	30.7
Denmark	117.9	105.9	135.0	135.7	132.8	131.4	128.3
Croatia	34.4	29.0	40.7	41.2	40.5	40.4	39.1
Hungary	23.8	18.3	31.7	31.7	28.1	25.6	21.5
Poland	27.3	18.8	34.6	34.1	35.1	35.6	36.1
Romania	13.0	7.9	20.2	20.6	19.2	18.1	17.5
Sweden	66.3	56.6	80.3	80.5	82.3	83.3	83.9
United Kingdom	84.1	79.9	90.2	90.0	87.6	85.8	86.0
European Union	-	-	-	-	-	-	-
United States	84.6	84.2	85.2	83.1	81.3	80.2	79.2
Japan	68.0	69.4	66.0	65.6	66.0	65.8	65.6

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 Greece and Lithuania since 1999; for Bulgaria available since 2000; for Ireland, Croatia and Slovenia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and 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 income<sup>1)</sup>)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	15.0	16.0	13.6	12.9	12.3	12.1	11.7
Germany	16.3	16.1	16.6	16.4	16.3	16.7	17.0
Estonia	4.7	1.3	9.4	8.9	6.2	9.4	8.8
Ireland	8.8	7.0	11.4	11.8	10.3	10.9	10.7
Greece	3.6	6.7	-0.9	-0.2	-4.1	-5.6	-5.8
Spain	9.7	9.5	9.9	8.6	9.6	9.0	8.2
France	14.8	14.9	14.8	14.7	14.0	14.1	14.1
Italy	12.9	14.3	11.1	9.5	11.0	11.1	10.4
Cyprus	4.7	7.2	1.2	3.6	-3.3	-7.9	-5.7
Latvia	0.9	1.6	-0.1	-3.8	-4.5	-3.5	-2.2
Lithuania	2.6	2.5	2.7	1.8	2.1	-0.6	-1.9
Luxembourg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Netherlands	12.9	12.4	13.5	14.1	14.1	13.1	12.7
Austria	14.8	15.6	13.8	14.0	12.6	12.6	13.0
Portugal	8.6	9.5	7.5	7.7	7.8	5.2	4.4
Slovenia	14.2	16.0	13.2	10.8	13.4	13.3	14.8
Slovakia	7.5	7.9	7.1	6.2	5.9	7.2	8.8
Finland	8.5	8.5	8.4	7.8	8.6	7.2	6.8
<b>Euro area</b>	<b>13.3</b>	<b>13.6</b>	<b>12.9</b>	<b>12.3</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.3</b>
Bulgaria	-8.1	-9.8	-5.3	-8.5	-1.5	-14.3	.
Czech Republic	11.5	11.3	11.8	11.1	10.9	11.8	11.8
Denmark	6.5	5.6	7.9	7.0	8.8	5.2	10.5
Croatia	9.6	7.9	11.6	12.1	10.5	11.8	.
Hungary	9.5	9.5	9.5	8.2	9.8	10.9	9.6
Poland	6.3	8.8	2.9	1.5	2.5	1.9	2.1
Romania	-3.0	-6.5	2.0	-14.6	13.3	13.2	15.1
Sweden	12.7	9.8	16.7	17.9	17.7	18.3	18.7
United Kingdom	7.8	7.6	8.2	8.3	6.7	6.8	6.5
<b>European Union</b>	<b>11.5</b>	<b>11.7</b>	<b>11.2</b>	<b>10.9</b>	<b>10.8</b>	<b>10.6</b>	<b>10.3</b>
United States	8.0	7.2	9.2	10.7	8.2	8.8	9.0
Japan	10.8	12.1	8.8	9.2	6.9	6.0	7.0

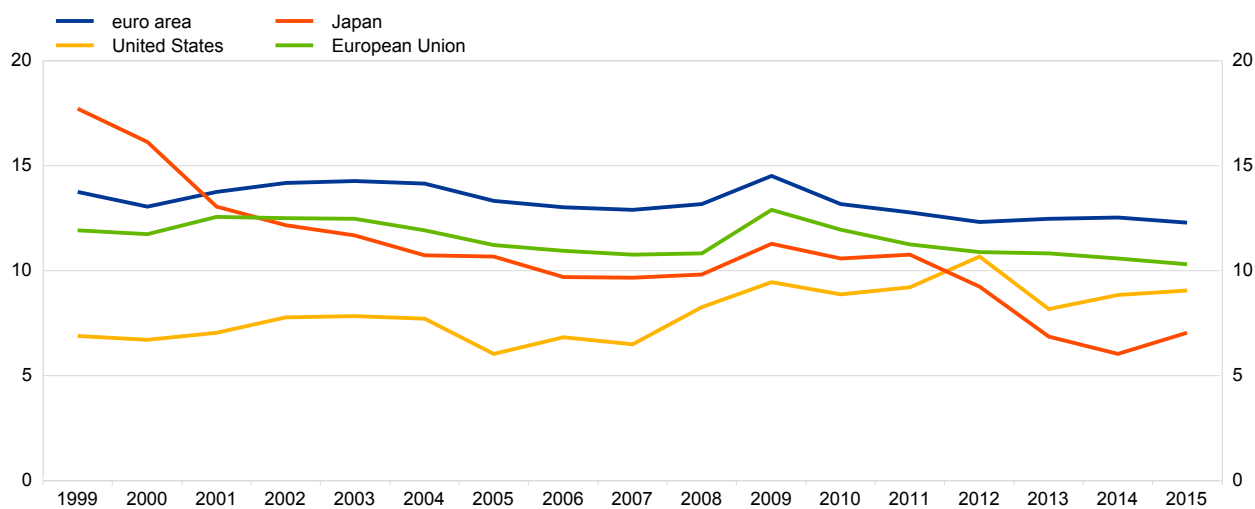
Sources: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board and Bank of Japan.

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 Ireland and Poland available since 1999; 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 <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	127.7	114.2	147.1	147.9	149.1	150.6	154.9
Germany	64.5	65.8	62.7	61.9	63.5	61.0	60.7
Estonia	88.3	85.0	93.1	87.3	87.3	90.4	90.2
Ireland	147.0	97.8	203.3	207.7	197.3	223.9	265.1
Greece	54.9	47.5	65.5	66.9	64.1	65.1	63.9
Spain	106.1	94.4	122.9	126.1	120.2	112.8	105.5
France	108.5	101.1	119.0	120.6	118.8	125.9	126.6
Italy	77.6	70.5	87.7	89.7	87.6	86.8	83.9
Cyprus	200.9	193.9	211.0	203.9	215.5	225.1	226.1
Latvia	78.3	66.6	86.7	84.8	79.6	77.1	77.5
Lithuania	43.2	44.2	42.5	41.6	38.3	36.1	35.9
Luxembourg	307.3	259.5	355.0	359.3	339.5	345.3	367.4
Malta	139.0	121.9	151.2	156.7	150.0	145.1	138.9
Netherlands	121.4	119.0	125.0	125.2	124.1	125.0	124.3
Austria	93.2	90.9	96.6	96.7	99.1	95.8	96.0
Portugal	113.4	101.3	130.7	143.3	136.7	128.3	120.7
Slovenia	81.3	71.8	88.1	93.7	89.4	79.6	68.2
Slovakia	44.8	43.2	47.1	46.0	47.5	48.0	49.1
Finland	98.3	89.7	110.5	109.0	113.1	112.2	116.1
<b>Euro area</b>	<b>100.2</b>	<b>95.2</b>	<b>106.5</b>	<b>107.0</b>	<b>104.4</b>	<b>106.4</b>	<b>108.3</b>
Bulgaria	86.7	66.6	112.5	111.6	119.4	113.6	99.9
Czech Republic	45.4	44.7	46.5	46.0	52.5	50.1	46.3
Denmark	86.2	80.5	94.3	97.5	94.6	91.6	89.6
Croatia	81.4	64.3	100.9	102.4	103.5	101.5	101.2
Hungary	72.2	62.0	86.7	87.4	83.4	82.2	77.6
Poland	38.2	33.1	42.5	42.5	43.7	46.1	47.2
Romania	49.3	44.5	56.1	52.1	48.6	45.1	43.7
Sweden	134.3	122.4	151.3	149.8	150.4	150.9	151.4
United Kingdom	116.3	110.3	124.9	129.7	118.1	135.5	122.2
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States <sup>3)</sup>	66.3	64.9	68.3	66.9	67.6	68.9	70.9
Japan <sup>4)</sup>	109.2	112.4	104.7	104.0	103.6	102.8	100.2

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.

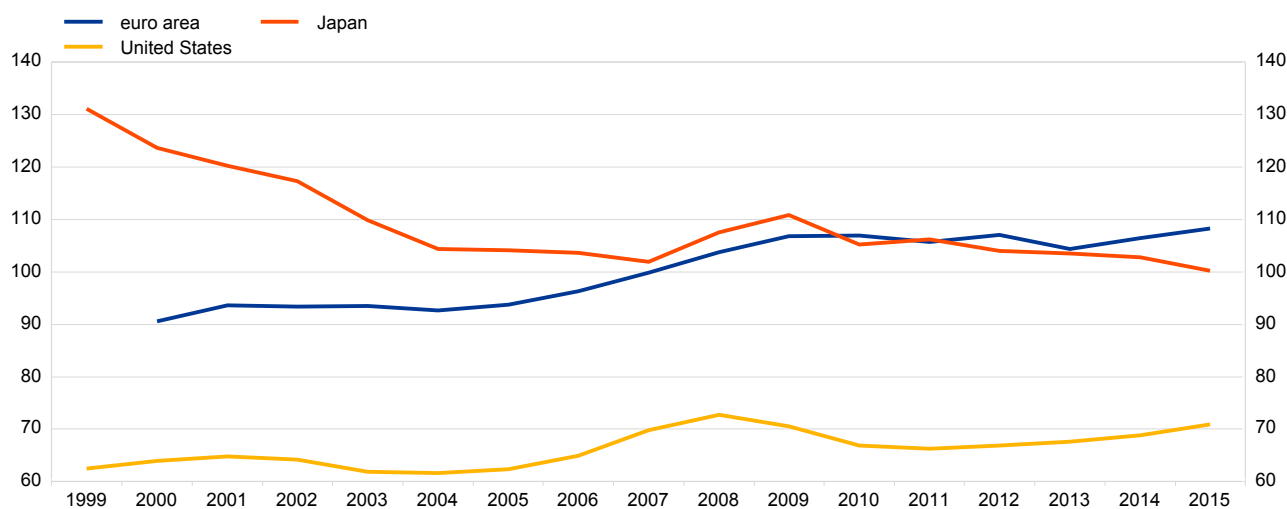
2) Data for the European Union are not available. Data for Austria and Denmark available since 1999; for Bulgaria since 2000; for Ireland and Croatia since 2001; for Luxembourg since 2002; for Poland since 2003; and for Latvia, Lithuania, Malta and Slovenia since 2004.

3) Figures for the United States do not include inter-company loans and pension scheme liabilities.

4) Figures for Japan do not include 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)

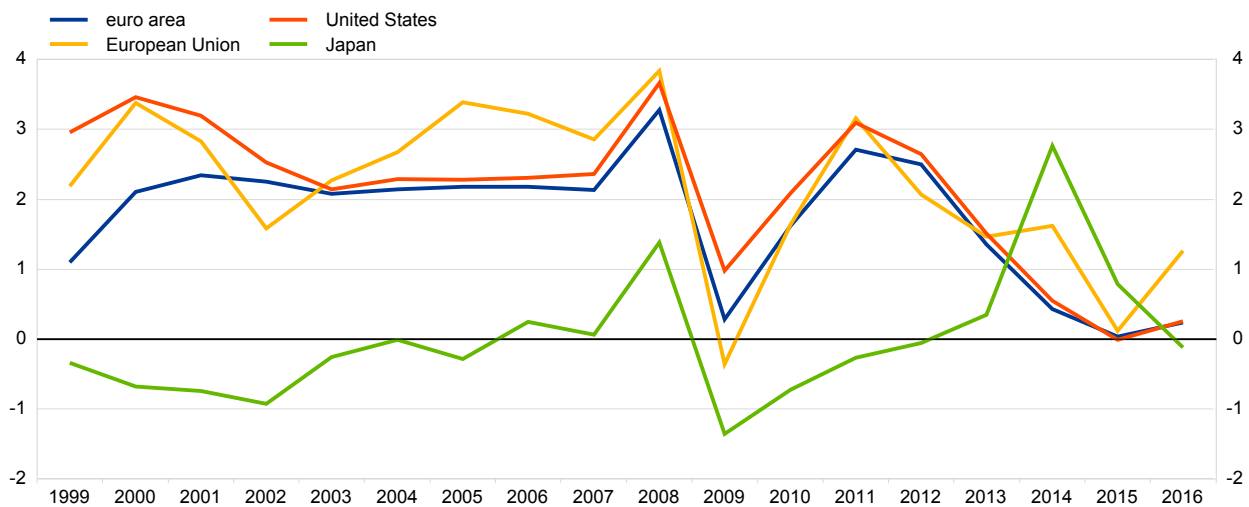
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.9	2.2	1.5	1.2	0.5	0.6	1.8
Germany	1.4	1.7	1.1	1.6	0.8	0.1	0.4
Estonia	3.5	4.6	2.1	3.2	0.5	0.1	0.8
Ireland	1.9	3.4	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
Greece	2.2	3.3	0.8	-0.9	-1.4	-1.1	0.0
Spain	2.2	3.2	0.9	1.5	-0.2	-0.6	-0.3
France	1.5	1.9	1.0	1.0	0.6	0.1	0.3
Italy	1.9	2.4	1.3	1.2	0.2	0.1	-0.1
Cyprus	1.9	2.7	0.8	0.4	-0.3	-1.5	-1.2
Latvia	3.6	5.6	1.2	0.0	0.7	0.2	0.1
Lithuania	2.3	2.7	1.7	1.2	0.2	-0.7	0.7
Luxembourg	2.2	2.8	1.5	1.7	0.7	0.1	0.0
Malta	2.2	2.6	1.7	1.0	0.8	1.2	0.9
Netherlands	1.9	2.4	1.3	2.6	0.3	0.2	0.1
Austria	1.8	1.9	1.7	2.1	1.5	0.8	1.0
Portugal	2.1	2.9	1.0	0.4	-0.2	0.5	0.6
Slovenia	3.5	5.4	1.1	1.9	0.4	-0.8	-0.2
Slovakia	3.9	6.2	1.2	1.5	-0.1	-0.3	-0.5
Finland	1.7	1.8	1.7	2.2	1.2	-0.2	0.4
<b>Euro area</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
Bulgaria	4.1	6.7	0.9	0.4	-1.6	-1.1	-1.3
Czech Republic	2.1	2.7	1.3	1.4	0.4	0.3	0.6
Denmark	1.7	2.1	1.2	0.5	0.4	0.2	0.0
Croatia	2.5	3.4	1.3	2.3	0.2	-0.3	-0.6
Hungary	4.8	6.7	2.5	1.7	0.0	0.1	0.4
Poland	2.9	3.9	1.8	0.8	0.1	-0.7	-0.2
Romania	11.8	19.5	3.0	3.2	1.4	-0.4	-1.1
Sweden	1.4	1.7	1.1	0.4	0.2	0.7	1.1
United Kingdom	1.9	1.8	2.2	2.6	1.5	0.0	0.7
<b>European Union</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>
United States <sup>(1)</sup>	2.2	2.8	1.4	1.5	1.6	0.1	1.3
Japan <sup>(1)</sup>	0.0	-0.2	0.2	0.3	2.8	0.8	-0.1

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 HICP 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

### 3.2 HICP excluding food and energy (annual percentage changes)

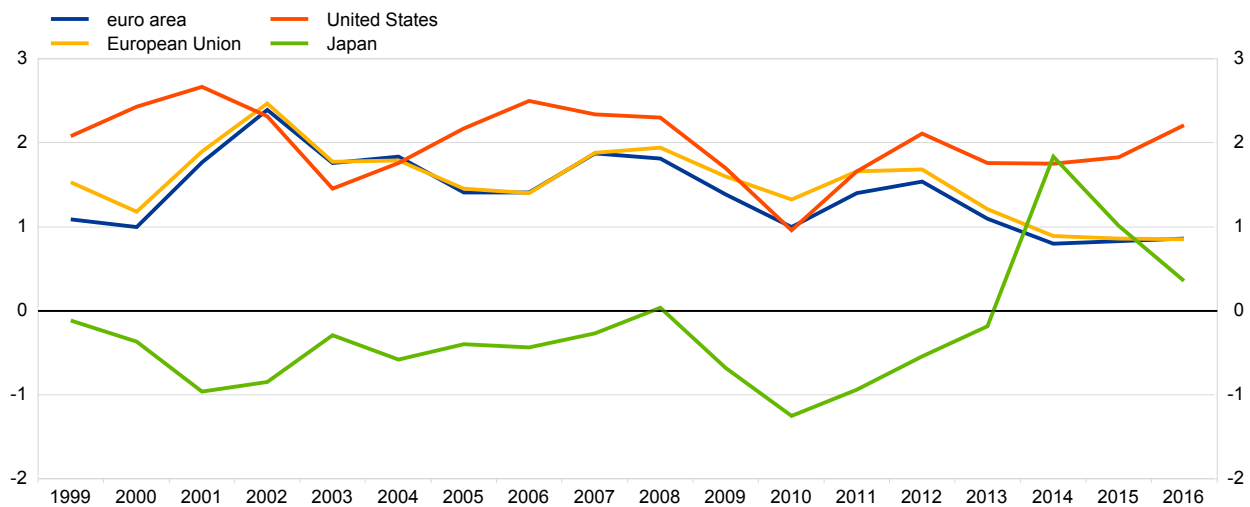
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
Germany	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Estonia	2.8	3.8	1.5	1.9	1.3	1.2	1.2
Ireland	1.6	3.0	0.0	0.1	0.7	1.6	0.7
Greece	1.7	2.9	0.2	-2.4	-1.5	-0.4	0.6
Spain	1.8	2.7	0.8	1.3	-0.1	0.3	0.7
France	1.2	1.4	1.0	0.7	1.0	0.6	0.6
Italy	1.8	2.1	1.3	1.2	0.7	0.7	0.5
Cyprus	0.9	1.3	0.5	-0.3	0.1	-0.4	-0.8
Latvia	2.5	4.3	0.3	-0.1	1.7	1.5	1.2
Lithuania	1.4	1.7	1.1	1.4	0.7	1.9	1.7
Luxembourg	1.8	1.9	1.7	2.0	1.3	1.7	1.0
Malta	1.7	2.1	1.2	0.1	1.5	1.5	1.0
Netherlands	1.6	1.9	1.4	2.5	0.6	0.9	0.6
Austria	1.7	1.5	1.9	2.2	1.7	1.7	1.6
Portugal	1.8	2.7	0.7	0.1	0.2	0.6	0.9
Slovenia	2.9	4.9	0.5	0.9	0.6	0.3	0.7
Slovakia	3.4	5.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.9
Finland	1.6	1.5	1.6	1.8	1.6	0.8	1.1
<b>Euro area</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
Bulgaria	3.8	6.5	0.5	0.0	-1.6	-0.6	-1.0
Czech Republic	1.3	1.9	0.6	0.3	0.5	0.7	1.2
Denmark	1.5	1.8	1.1	0.5	0.6	1.2	0.5
Croatia	1.4	3.2	0.8	0.9	0.5	0.8	0.2
Hungary	3.3	4.3	2.4	2.3	1.4	1.7	1.5
Poland	2.5	3.5	1.2	0.7	0.2	0.5	0.2
Romania	5.8	9.3	2.8	2.3	2.3	1.6	0.0
Sweden	1.1	1.1	1.0	0.3	0.4	0.9	1.2
United Kingdom	1.5	1.1	1.9	2.0	1.6	1.0	1.2
<b>European Union</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
United States <sup>2)</sup>	2.0	2.4	1.7	1.8	1.7	1.8	2.2
Japan <sup>2)</sup>	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	1.8	1.0	0.4

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<sup>1)</sup>  
(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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.7	1.9	1.4	1.2	0.7	0.9	1.6
Germany	1.1	0.8	1.6	2.0	1.8	2.0	1.4
Estonia	4.8	6.5	2.4	3.9	1.7	1.0	1.7
Ireland	2.1	3.4	0.3	1.4	-1.2	4.9	.
Greece	1.7	3.2	-0.2	-2.4	-1.8	-1.0	0.1
Spain	2.0	3.6	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.3
France	1.4	1.8	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8
Italy	1.9	2.4	1.1	1.2	1.0	0.7	0.8
Cyprus	2.1	3.4	0.3	-1.0	-1.5	-1.3	-1.3
Latvia	4.7	7.8	0.3	1.5	1.6	0.4	0.7
Lithuania	2.5	3.3	1.3	1.4	1.0	0.2	1.2
Luxembourg	2.8	3.3	2.4	1.3	1.5	0.4	.
Malta	2.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.4	1.6
Netherlands	1.7	2.5	0.6	1.4	0.1	0.1	0.8
Austria	1.7	1.6	1.7	1.6	1.8	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.2	0.9	2.3	0.7	2.1	1.6
Slovenia	3.3	4.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.6
Slovakia	2.8	4.6	0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.4
Finland	1.7	1.5	2.0	2.6	1.7	1.7	0.8
Euro area	1.6	2.0	1.0	1.2	0.9	1.1	0.9
Bulgaria	4.3	6.0	2.1	-0.7	0.5	2.2	1.1
Czech Republic	1.8	2.3	1.1	1.4	2.5	1.0	1.1
Denmark	2.0	2.5	1.3	0.9	0.8	0.9	0.7
Croatia	2.8	4.1	1.1	0.8	0.0	0.1	-0.1
Hungary	4.9	6.4	2.8	2.9	3.4	1.7	1.0
Poland	-	-	1.9	0.3	0.5	0.6	0.2
Romania	15.1	23.6	3.9	3.4	1.7	2.4	1.9
Sweden	1.7	1.8	1.5	1.1	1.8	2.0	1.4
United Kingdom	1.9	2.2	1.5	1.9	1.6	0.6	1.7
European Union	1.7	2.0	1.3	0.6	1.6	2.8	-1.1
United States	2.0	2.3	1.5	1.6	1.8	1.1	1.3
Japan	-0.8	-1.2	-0.2	-0.3	1.7	2.0	0.3

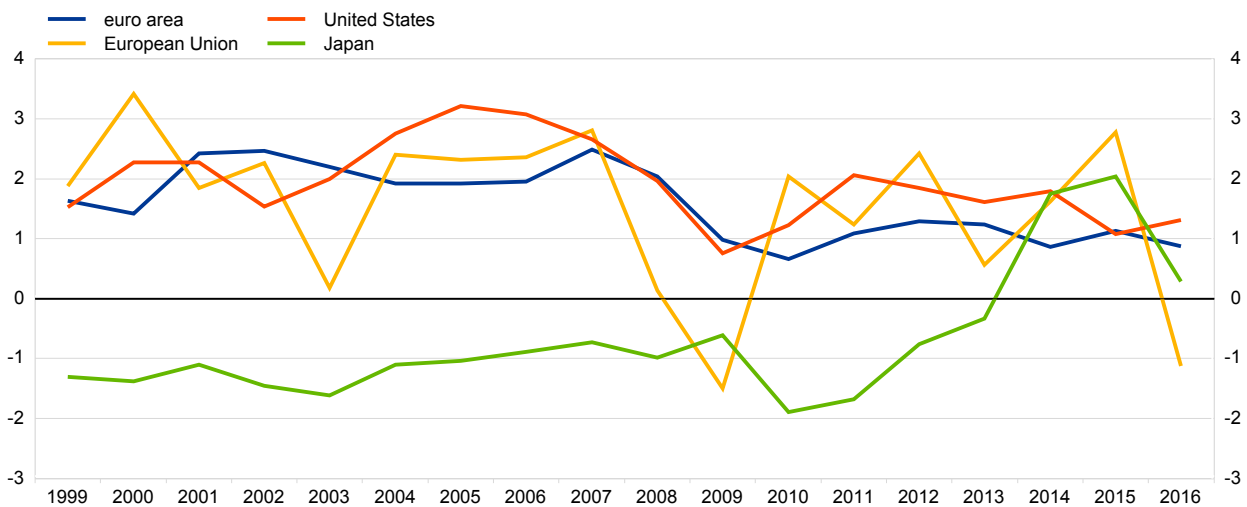
Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta and Croatia available since 2000; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015.

### 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)

	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.8	3.4	-0.1	0.6	-4.6	-4.2	-1.8
Germany	1.3	2.4	0.0	0.0	-0.9	-1.8	-1.7
Estonia	2.8	4.7	1.4	9.9	-2.3	-2.8	-2.1
Ireland	1.2	4.0	0.1	1.5	-0.3	-4.4	-2.8
Greece	2.5	4.7	-0.1	-0.7	-0.8	-5.8	-5.4
Spain	2.1	3.3	0.6	0.6	-1.3	-2.1	-3.1
France	1.3	2.4	0.0	0.3	-1.3	-2.2	-2.3
Italy	1.6	3.0	-0.3	-1.2	-1.8	-3.4	-2.2
Cyprus	2.4	4.8	0.1	-2.1	-3.1	-5.7	-3.8
Latvia	4.4	8.4	1.0	1.1	0.1	-1.4	-3.3
Lithuania	2.3	4.8	-0.8	-0.3	-5.1	-9.1	-3.3
Luxembourg	2.4	5.5	-1.3	1.3	-4.8	-0.5	-6.0
Malta	3.9	5.2	2.6	0.9	-1.1	-3.2	-0.3
Netherlands	1.9	4.7	-1.4	-1.3	-3.2	-7.3	-5.2
Austria	1.1	1.8	0.1	-1.0	-1.5	-2.1	-2.5
Portugal	2.2	3.8	0.2	-0.4	-1.5	-4.2	-1.7
Slovenia	2.8	4.7	0.5	0.3	-1.1	-0.5	-1.4
Slovakia	2.1	5.1	-1.5	-0.2	-3.6	-4.3	-4.4
Finland	1.6	2.6	0.5	0.9	-0.9	-2.2	-1.7
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.3</b>
Bulgaria	4.5	7.2	1.2	-1.3	-0.9	-1.7	-2.8
Czech Republic	1.4	2.6	-0.1	0.8	-0.8	-3.2	-3.2
Denmark	3.0	5.3	0.1	2.2	-2.3	-6.5	-1.5
Croatia	2.5	3.8	0.8	0.4	-2.7	-3.8	-3.9
Hungary	5.0	8.0	1.3	-0.5	-2.1	-3.0	-3.1
Poland	2.5	3.5	1.5	-1.2	-1.4	-2.4	-0.2
Romania	9.8	18.0	2.1	3.7	0.2	-1.8	-2.3
Sweden	1.8	3.1	0.2	-0.7	0.1	-1.1	0.0
United Kingdom	2.6	4.3	0.5	1.0	-2.3	-7.6	-0.3
<b>European Union</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.0</b>
United States <sup>2)</sup>	2.2	3.1	1.0	1.2	1.9	-3.3	-1.0
Japan <sup>3)</sup>	-0.1	0.5	-0.8	1.2	3.2	-2.3	-3.5

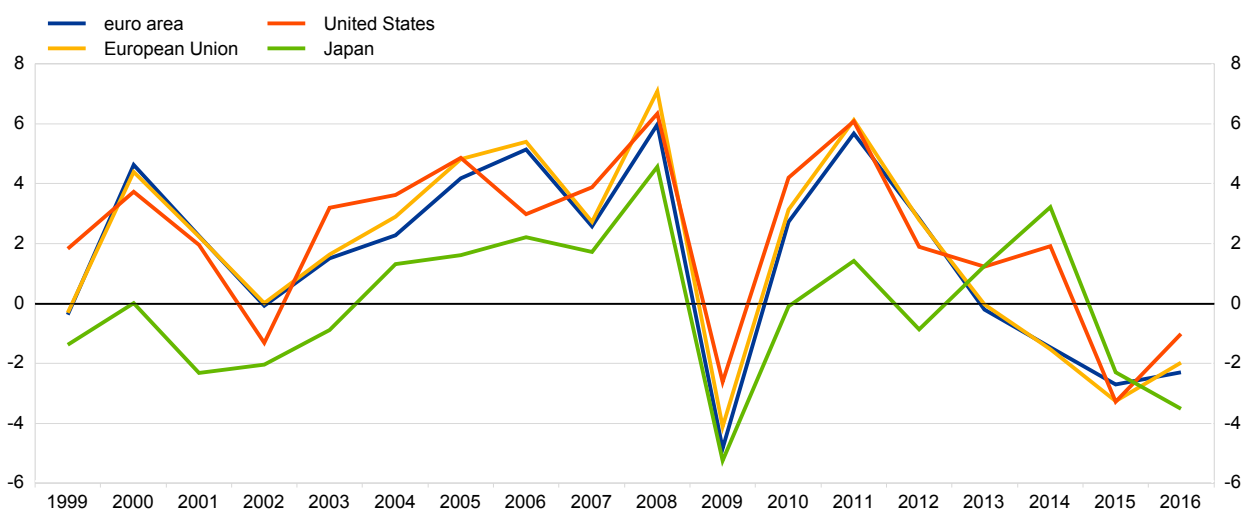
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States and Japan) and ECB calculations.

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 <sup>1)</sup>  
(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 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)

	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	1.6	1.8	1.3	2.2	-0.2	-0.5	0.2
Germany	1.0	0.2	2.0	1.9	2.0	1.6	1.4
Estonia	4.9	7.0	2.4	4.4	2.1	7.2	4.3
Ireland	0.2	3.8	-4.6	2.8	-4.5	-16.5	.
Greece	1.7	3.6	-0.6	-6.9	-2.4	-2.2	2.1
Spain	1.6	3.3	-0.6	-0.6	-0.3	0.2	-0.4
France	1.6	1.9	1.4	1.2	0.9	0.3	0.8
Italy	2.0	2.7	1.1	0.7	0.0	0.9	0.8
Cyprus	1.7	3.2	-0.1	-5.4	-4.0	-0.9	-0.7
Latvia	4.9	8.8	0.1	5.1	4.9	5.4	4.8
Lithuania	2.1	2.8	1.2	3.1	3.2	4.8	4.7
Luxembourg	2.9	3.6	2.1	0.0	0.5	0.1	.
Malta	2.2	2.6	1.8	1.3	-1.5	-0.2	1.1
Netherlands	1.7	2.0	1.1	1.1	-0.1	-0.8	.
Austria	1.4	1.0	2.0	2.3	2.1	1.5	1.2
Portugal	1.3	2.6	-0.3	1.8	-1.3	-0.5	1.7
Slovenia	3.1	4.6	1.2	0.4	-1.3	0.3	1.7
Slovakia	2.6	3.6	1.3	0.3	0.7	1.3	0.9
Finland	1.8	1.6	2.2	1.4	1.1	1.0	-0.1
<b>Euro area</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>
Bulgaria	4.9	5.2	4.5	7.4	4.6	2.3	0.2
Czech Republic	2.1	2.8	1.2	0.5	0.4	-0.5	3.1
Denmark	2.0	2.7	1.2	0.6	0.8	1.2	2.6
Croatia	1.9	4.0	-0.2	-2.2	-2.4	-0.5	-2.7
Hungary	4.2	6.0	2.0	0.6	2.1	0.6	5.5
Poland	0.9	0.9	1.0	0.2	0.6	-1.2	.
Romania	12.4	21.6	0.4	-0.6	4.3	-3.8	.
Sweden	2.0	2.2	1.8	1.7	1.0	0.9	0.9
United Kingdom	2.3	2.8	1.6	1.4	0.0	0.7	2.4
<b>European Union</b>	<b>1.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>
United States	-0.5	-0.8	0.0	0.0	2.6	2.2	2.7
Japan	-1.7	-2.3	-0.8	-0.9	1.5	.	.

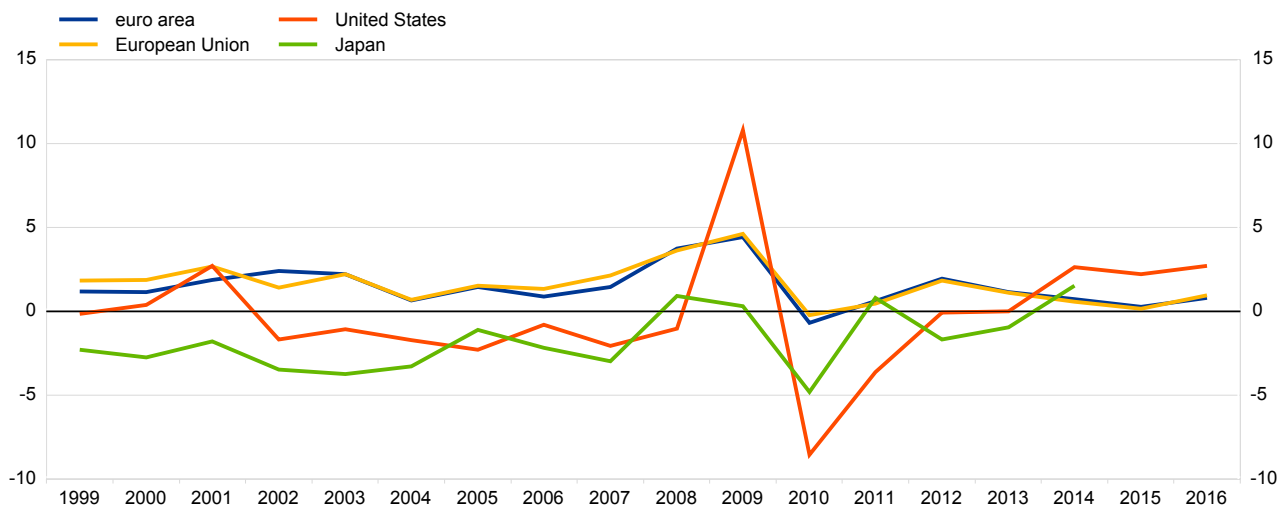
Sources: Eurostat, national data from the BIS databank (for the United States) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

### 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)

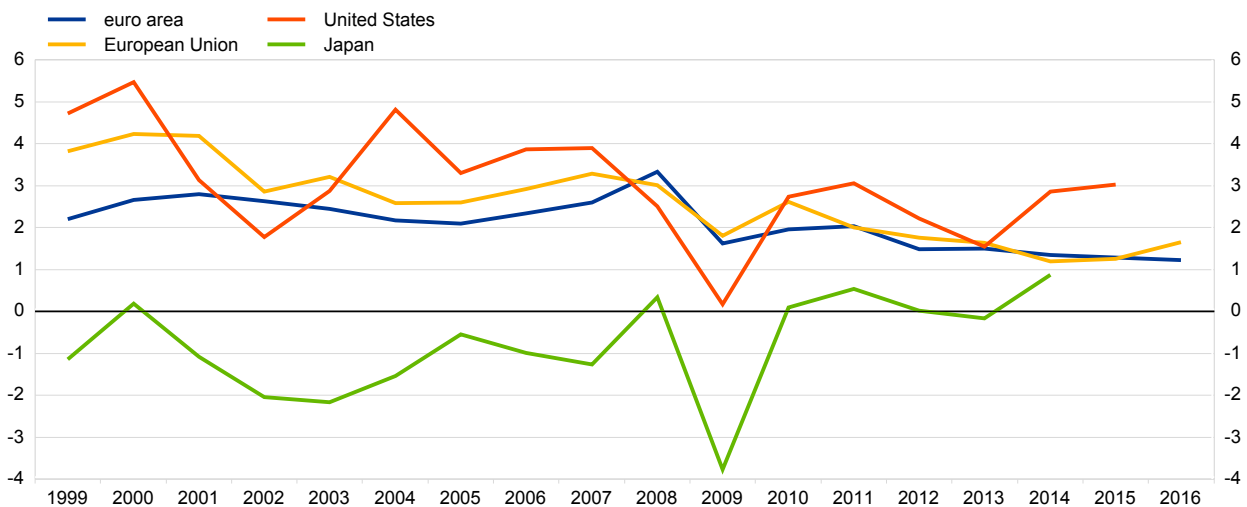
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	2.3	2.9	1.5	2.5	1.0	0.0	0.1
Germany	1.6	1.2	2.2	1.8	2.8	2.4	2.3
Estonia	8.3	12.4	3.4	4.6	4.2	5.8	5.6
Ireland	3.5	5.7	0.3	1.4	1.8	2.8	.
Greece	2.2	6.0	-2.2	-7.5	-2.1	-2.9	0.8
Spain	2.2	3.5	0.7	0.3	0.1	0.9	0.1
France	2.4	2.8	1.7	1.6	1.1	1.1	1.3
Italy	1.7	2.6	0.6	0.8	0.1	1.0	0.4
Cyprus	2.4	4.5	-0.2	-5.4	-3.8	-1.1	-0.6
Latvia	9.2	15.1	2.3	5.5	8.6	6.9	6.9
Lithuania	6.4	9.6	2.6	5.4	4.7	5.3	5.0
Luxembourg	2.8	3.5	2.0	2.3	2.6	0.9	.
Malta	3.3	3.9	2.6	2.0	1.5	3.3	2.4
Netherlands	2.5	3.2	1.5	2.1	1.6	0.2	.
Austria	2.1	2.3	1.8	2.1	1.9	1.9	1.3
Portugal	2.2	3.8	0.3	3.6	-1.8	-0.3	1.5
Slovenia	5.0	7.9	1.5	0.5	1.3	1.4	2.2
Slovakia	5.8	8.3	2.7	2.6	1.8	3.1	1.8
Finland	2.7	3.3	1.9	1.3	1.0	1.6	0.9
Euro area	2.1	2.5	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2
Bulgaria	8.1	9.1	6.9	8.8	5.6	5.6	3.1
Czech Republic	4.5	6.5	2.0	-0.3	2.6	2.6	3.7
Denmark	2.9	3.6	2.0	1.6	1.5	1.5	2.0
Croatia	2.6	5.3	-0.1	-0.7	-5.4	-0.3	-0.5
Hungary	6.0	9.6	1.8	1.6	1.3	1.5	5.3
Poland	3.7	3.5	3.9	1.7	2.2	1.1	.
Romania	17.9	30.2	2.3	3.8	6.7	0.9	.
Sweden	3.5	4.1	2.7	2.0	2.2	3.5	2.5
United Kingdom	3.3	4.4	1.9	2.1	0.7	1.1	2.8
European Union	2.6	3.3	1.7	1.6	1.2	1.3	1.6
United States	3.0	3.6	2.1	1.5	2.9	3.0	.
Japan	-0.8	-1.0	-0.4	-0.2	0.9	.	.

Sources: Eurostat, OECD (for the United States and Japan) and ECB calculations.

1) Data for Luxembourg, Malta, Croatia, the euro area and the European Union available since 2001; and for Poland since 2003.

2) Where data are not available for 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015. However, for Japan the average refers to the periods 1999-2014 and 2009-2014.

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)

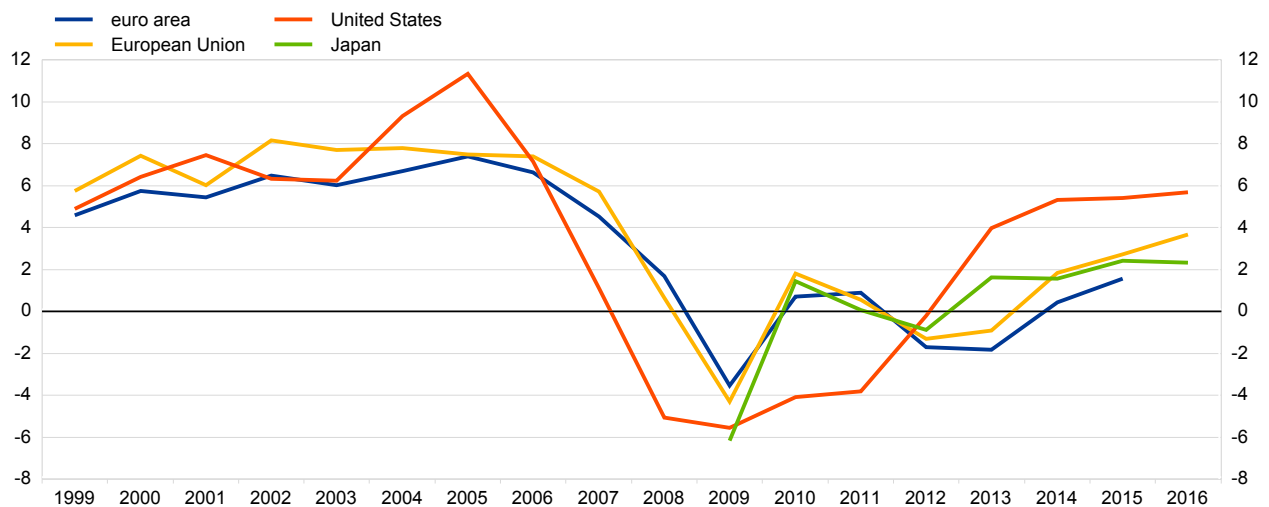
	1999-2016 <sup>1,2)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016 <sup>2)</sup>	2013	2014	2015	2016
Belgium	5.5	7.8	2.4	1.7	0.7	3.7	.
Germany	2.3	1.4	2.8	3.2	3.1	4.5	6.0
Estonia	5.4	17.7	0.5	10.7	13.7	6.9	.
Ireland	3.8	10.6	-4.1	3.5	17.1	8.0	6.6
Greece	1.7	8.6	-6.4	-10.8	-7.5	-5.0	-2.3
Spain	3.7	10.5	-5.4	-10.6	0.3	3.6	.
France	5.0	9.3	-0.2	-2.1	-1.8	-1.9	1.0
Italy	2.2	5.6	-2.4	-5.7	-4.4	-2.6	.
Cyprus	3.9	15.3	-4.9	-6.5	-8.8	-4.3	.
Latvia	-0.5	17.4	-5.1	6.8	6.0	-3.4	.
Lithuania	8.5	20.6	-5.2	3.6	7.6	4.8	.
Luxembourg	3.8	3.3	3.8	5.0	4.4	5.4	.
Malta	5.4	17.2	0.8	-0.4	2.6	5.0	.
Netherlands	3.3	7.4	-1.6	-6.5	0.9	2.8	5.0
Austria	2.8	1.0	5.5	4.7	3.4	4.2	.
Portugal	-1.0	-	-1.0	-1.9	4.3	3.1	.
Slovenia	1.5	14.4	-3.6	-5.2	-6.6	0.8	.
Slovakia	2.8	9.9	-2.9	-0.9	-0.8	0.9	.
Finland	2.6	4.1	2.0	1.2	-0.4	0.0	.
Euro area	3.0	5.5	-0.5	-1.8	0.4	1.6	.
Bulgaria	2.2	22.7	-5.4	-2.2	1.4	2.8	.
Czech Republic	-0.1	-	-0.1	0.0	2.4	4.0	.
Denmark	4.0	10.0	0.0	3.9	3.7	7.0	.
Croatia	-3.0	-	-3.0	-4.0	-1.6	-2.9	.
Hungary	-0.1	2.3	-0.4	-2.6	4.3	11.0	.
Poland	-1.1	-	-1.1	-4.4	1.0	1.5	.
Romania	-4.7	-	-4.7	-0.2	-2.3	3.7	.
Sweden	7.5	8.5	6.0	5.5	9.4	13.1	.
United Kingdom	6.2	9.5	1.6	2.6	8.0	6.0	7.5
European Union	3.7	6.4	0.0	-0.9	1.9	2.7	.
United States	3.2	5.4	0.1	4.0	5.3	5.4	5.7
Japan	1.0	-	1.0	1.6	1.6	2.4	.

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 2016, the average indicated is for the periods 1999-2015 and 2009-2015

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)

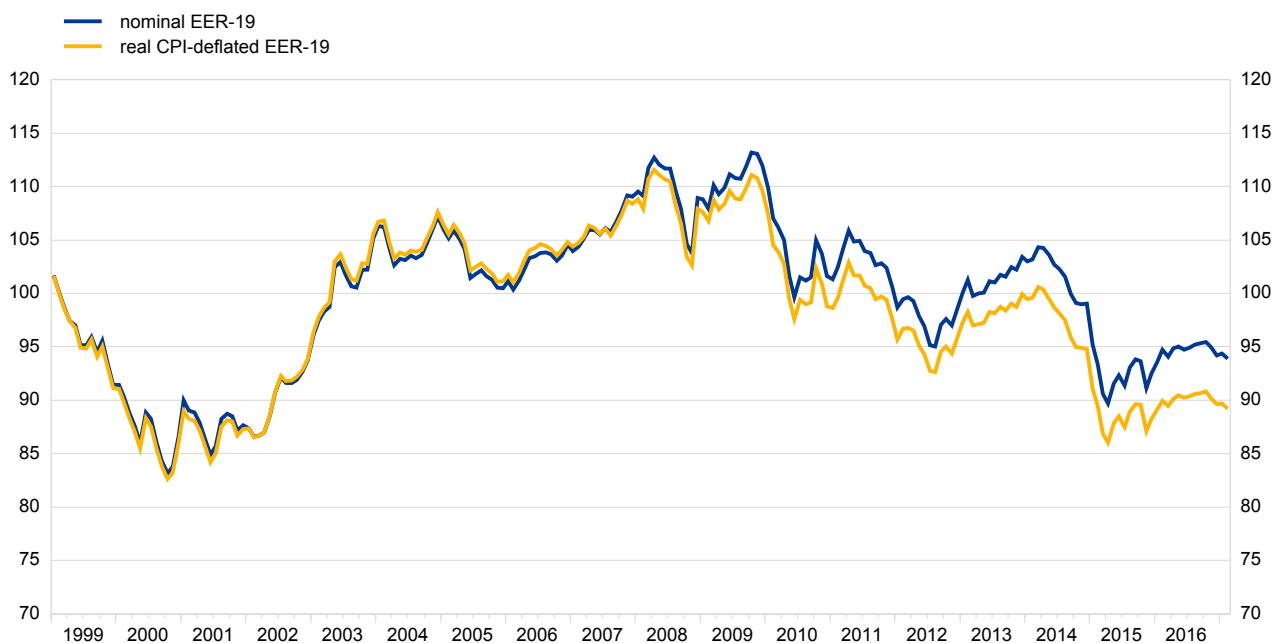
	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
<b>EER-19</b>							
Nominal	99.6	98.8	100.7	101.2	101.8	92.4	94.8
Real CPI	98.2	98.8	97.5	98.2	97.8	88.4	90.1
Real PPI	97.6	98.6	96.3	97.1	97.0	89.3	91.4
Real GDP deflator	95.3	96.9	93.0	91.7	91.9	83.7	
Real ULCM <sup>(1)</sup>	99.2	97.3	102.0	101.0	98.5	85.0	
Real ULCT	98.7	97.6	100.4	99.0	100.0	90.9	
<b>EER-38</b>							
Nominal	107.3	103.7	111.8	111.9	114.7	106.5	110.4
Real CPI	96.8	97.9	95.5	95.5	96.1	87.8	90.0

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)

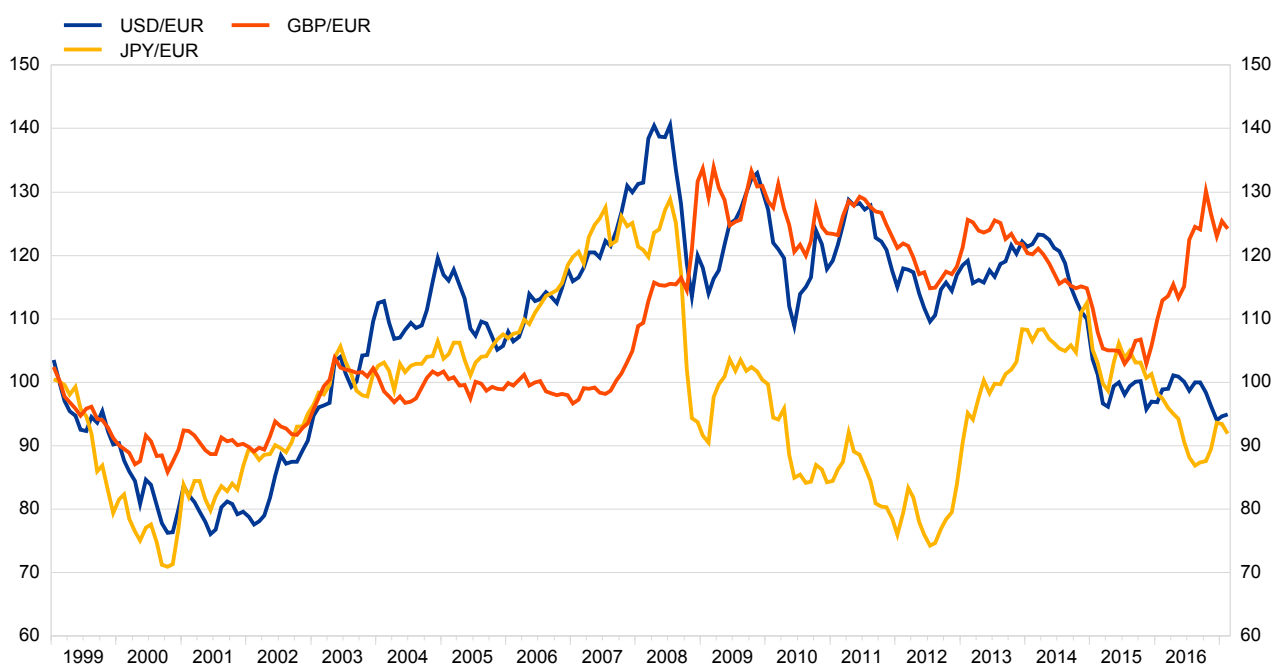
	1999-2016 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Chinese renminbi	8.876	9.468	8.285	8.165	8.186	6.973	7.352
Croatian kuna	7.450	7.406	7.494	7.579	7.634	7.614	7.533
Czech koruna	28.956	31.193	26.161	25.980	27.536	27.279	27.034
Danish krone	7.448	7.446	7.451	7.458	7.455	7.459	7.445
Hungarian forint	271.348	253.282	293.930	296.873	308.706	309.996	311.438
Japanese yen	127.446	130.952	123.063	129.663	140.306	134.314	120.197
Polish zloty	4.081	3.991	4.195	4.197	4.184	4.184	4.363
Pound sterling	0.742	0.674	0.829	0.849	0.806	0.726	0.819
Romanian leu	3.682	3.132	4.369	4.419	4.444	4.445	4.490
Swedish krona	9.210	9.132	9.308	8.652	9.099	9.353	9.469
Swiss franc	1.416	1.555	1.241	1.231	1.215	1.068	1.090
US dollar	1.212	1.155	1.284	1.328	1.329	1.110	1.107

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 <sup>1)</sup>

(deflated by consumer price indices; period averages; index: 1999 Q1 = 100)

	1999-2016	1999-2008	2009-2016	2013	2014	2015	2016
Belgium	99.7	99.2	100.3	100.5	100.7	96.6	99.1
Germany	93.1	95.2	95.2	90.3	90.9	86.2	87.5
Estonia	114.1	106.4	123.7	124.4	126.2	124.9	126.9
Ireland	108.2	108.9	107.2	106.8	106.0	97.9	99.3
Greece	101.2	99.7	102.9	102.5	100.7	95.7	96.6
Spain	106.1	104.8	107.8	108.7	108.1	102.7	103.5
France	96.3	97.6	94.7	94.4	94.7	90.4	91.5
Italy	99.8	100.2	99.3	99.8	99.8	95.1	96.0
Cyprus	104.6	104.0	105.3	106.4	105.7	100.1	100.0
Latvia	109.3	104.7	114.9	112.5	114.0	113.2	114.2
Lithuania	121.9	115.7	129.7	128.7	130.1	127.5	129.7
Luxembourg	106.1	104.4	108.1	109.0	109.2	104.7	105.4
Malta	105.8	105.1	106.6	106.7	106.7	101.4	103.3
Netherlands	101.4	102.5	99.9	100.6	100.7	95.3	96.3
Austria	96.5	97.1	95.7	95.7	97.0	94.5	96.0
Portugal	102.7	103.1	102.2	102.2	101.6	99.2	100.5
Slovenia	99.9	99.3	100.6	100.9	101.3	97.6	98.0
Slovakia	162.6	139.4	191.7	193.1	193.4	187.2	188.5
Finland	96.2	96.9	95.2	94.8	96.6	93.3	94.5
<b>Euro area</b>	<b>96.8</b>	<b>97.9</b>	<b>95.5</b>	<b>95.5</b>	<b>96.1</b>	<b>87.8</b>	<b>90.0</b>
Bulgaria	132.8	120.9	147.8	148.8	146.9	140.7	139.9
Czech Republic	132.6	122.4	145.4	146.1	138.1	134.4	137.9
Denmark	98.9	99.5	98.1	97.1	97.7	93.8	95.0
Croatia	104.5	103.5	105.7	105.2	104.7	100.3	101.5
Hungary	129.0	125.4	133.5	134.4	129.2	123.5	124.6
Poland	117.2	117.4	116.9	117.5	118.1	113.4	109.3
Romania	133.0	127.5	140.0	141.5	142.9	137.7	135.8
Sweden	93.3	95.2	90.8	96.1	91.5	85.8	86.6
United Kingdom	90.3	97.9	80.7	79.4	84.9	88.7	79.5
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	94.5	99.3	88.5	84.2	86.1	95.3	99.2
Japan	83.5	89.4	76.2	68.8	64.9	60.7	68.9

Source: ECB.

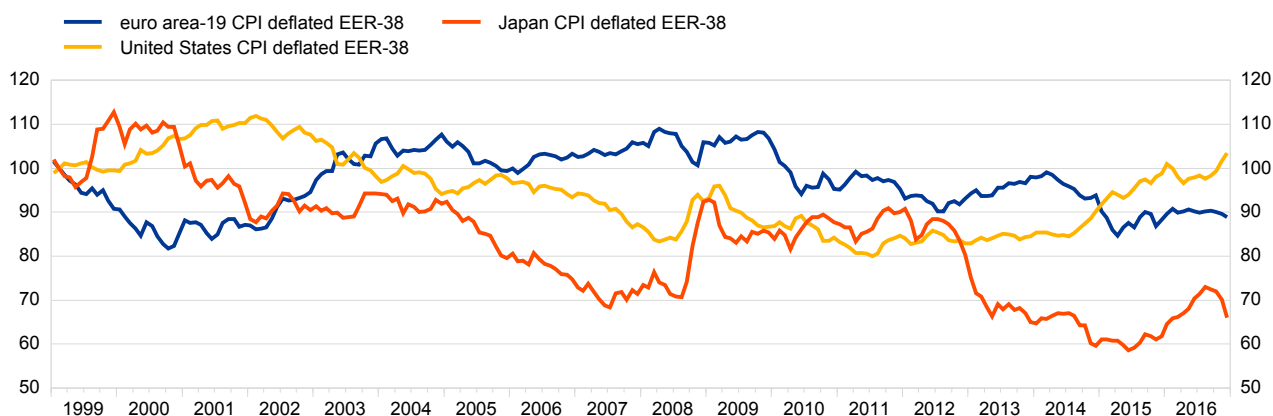
1) For the euro area as a whole, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners is displayed.

For individual euro area countries, the table shows the harmonised competitiveness indicators calculated vis-à-vis these same trading partners plus the other euro area countries.

For the non-euro area countries, the real effective exchange rate of the euro vis-à-vis 38 trading partners 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

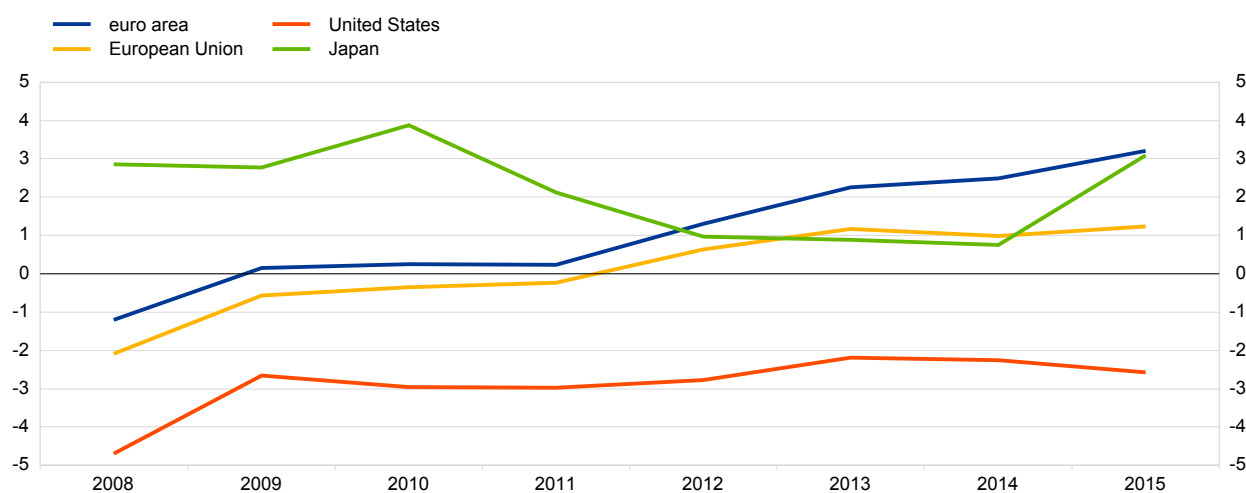
(chain-linked volumes; percentages of GDP; period averages; non-working day and non-seasonally adjusted)

	2008-2015	2008-2011	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.7	0.5
Germany	6.7	5.7	7.8	7.2	7.1	7.8	9.0
Estonia	-0.2	-0.7	0.3	-2.1	-0.4	1.1	2.6
Ireland	-0.5	-4.1	3.2	-2.8	2.3	1.8	11.4
Greece	-7.0	-12.1	-1.8	-3.8	-2.0	-1.6	0.1
Spain	-2.1	-5.1	0.9	-0.2	1.5	1.1	1.4
France	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-1.1	-0.2
Italy	-0.8	-2.8	1.1	-0.4	1.0	2.0	1.7
Cyprus	-7.1	-9.5	-4.6	-6.2	-5.1	-4.4	-2.9
Latvia	-2.2	-1.8	-2.6	-4.0	-3.1	-2.2	-0.9
Lithuania	-1.8	-4.0	0.5	-1.3	1.7	4.0	-2.6
Luxembourg	6.4	6.9	6.0	6.4	6.1	5.6	5.8
Malta	0.7	-3.0	4.5	1.8	3.0	7.3	5.8
Netherlands	8.1	6.5	9.7	10.5	10.2	9.2	8.9
Austria	2.5	2.9	2.0	1.5	2.1	2.6	2.0
Portugal	-4.8	-9.6	0.1	-1.8	1.6	0.1	0.4
Slovenia	1.7	-1.4	4.8	2.6	4.9	6.4	5.4
Slovakia	-1.9	-4.9	1.1	1.0	1.9	1.2	0.2
Finland	-0.2	0.9	-1.4	-2.0	-1.7	-1.2	-0.5
<b>Euro area</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>
Bulgaria	-3.7	-7.6	0.2	-0.9	1.4	0.1	0.4
Czech Republic	-1.4	-2.5	-0.3	-1.6	-0.5	0.2	0.9
Denmark	6.5	4.8	8.2	6.5	7.3	9.3	9.7
Croatia	-1.0	-3.9	2.0	-0.1	0.9	2.1	5.0
Hungary	0.5	-1.7	2.7	1.8	3.8	2.0	3.3
Poland	-3.6	-5.3	-2.0	-3.8	-1.3	-2.1	-0.6
Romania	-4.3	-6.7	-2.0	-5.0	-1.2	-0.7	-1.3
Sweden	5.9	6.2	5.6	6.3	6.0	5.1	5.2
United Kingdom	-3.8	-2.7	-4.9	-4.0	-4.7	-5.4	-5.4
<b>European Union</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
United States	-2.9	-3.3	-2.4	-2.8	-2.2	-2.3	-2.6
Japan	2.2	2.9	1.4	1.0	0.9	0.8	3.1

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)

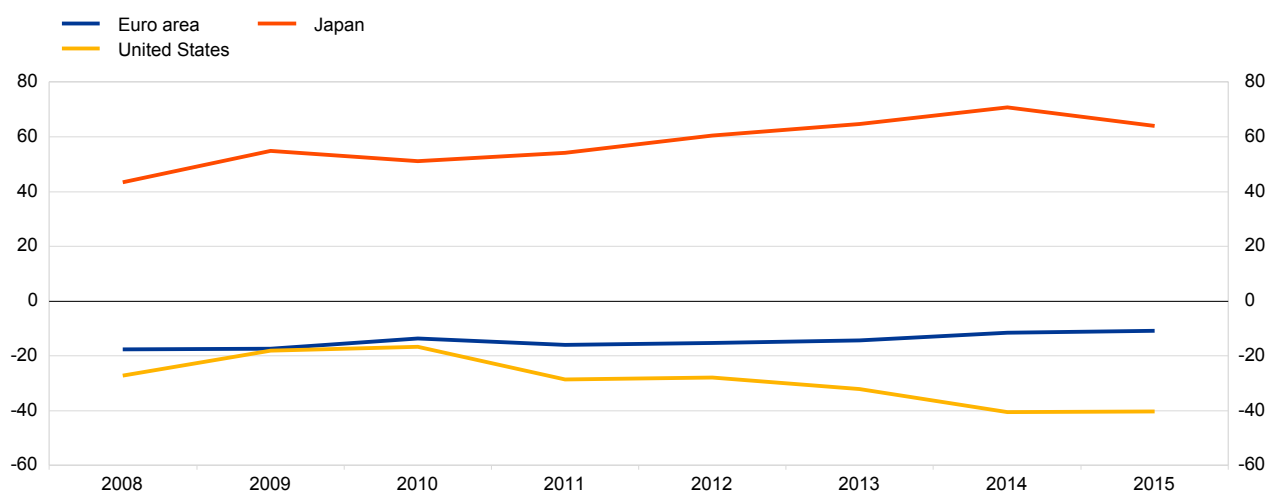
	2008-2015 <sup>1)</sup>	2008-2011 <sup>1)</sup>	2012-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	58.9	58.5	59.2	53.9	54.8	62.9	65.4
Germany	31.4	22.9	39.9	28.7	35.3	42.8	52.9
Estonia	-61.8	-70.3	-53.3	-55.5	-56.5	-53.6	-47.4
Ireland	-147.2	-121.0	-173.4	-146.0	-142.1	-172.9	-232.6
Greece	-106.1	-87.2	-125.0	-116.4	-127.9	-127.5	-128.2
Spain	-90.8	-88.5	-93.2	-90.0	-94.8	-97.7	-90.6
France	-13.9	-11.6	-16.2	-13.1	-17.1	-17.5	-17.1
Italy	-23.1	-20.9	-25.4	-24.5	-26.4	-25.7	-24.9
Cyprus	-121.9	-104.9	-139.0	-134.2	-142.7	-149.1	-130.2
Latvia	-78.2	-82.5	-73.9	-75.4	-75.0	-73.5	-71.8
Lithuania	-53.7	-55.1	-52.4	-57.7	-51.5	-50.7	-49.6
Luxembourg	22.4	-0.7	45.4	56.3	48.5	37.1	39.8
Malta	21.9	8.7	35.1	20.5	21.7	43.0	55.3
Netherlands	26.2	6.3	46.2	27.4	32.0	59.6	65.9
Austria	-2.3	-5.5	0.9	-3.3	1.4	2.4	3.2
Portugal	-108.9	-101.4	-116.4	-115.8	-118.1	-117.6	-114.3
Slovenia	-44.9	-43.8	-46.0	-50.6	-47.7	-45.6	-40.3
Slovakia	-63.3	-62.5	-64.1	-63.2	-64.4	-65.9	-62.9
Finland	5.6	7.7	3.6	12.4	4.2	-2.9	0.7
<b>Euro area</b>	<b>-14.6</b>	<b>-16.2</b>	<b>-13.0</b>	<b>-15.4</b>	<b>-14.4</b>	<b>-11.5</b>	<b>-10.9</b>
Bulgaria	-81.4	-89.8	-77.2	-83.8	-78.4	-80.7	-65.8
Czech Republic	-40.1	-42.2	-38.0	-46.8	-39.3	-35.2	-30.6
Denmark	24.3	9.2	39.5	37.1	38.7	46.2	35.9
Croatia	-85.3	-85.0	-85.6	-90.4	-88.5	-86.0	-77.3
Hungary	-91.3	-104.3	-78.2	-93.7	-84.2	-74.4	-60.6
Poland	-62.3	-57.2	-67.4	-67.7	-70.2	-68.8	-62.7
Romania	-61.7	-59.4	-64.1	-70.1	-66.9	-62.1	-57.2
Sweden	-6.7	-7.0	-6.4	-16.6	-14.0	1.3	3.7
United Kingdom	-10.1	-3.1	-17.1	-24.3	-17.6	-20.8	-5.8
<b>European Union</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
United States	-29.0	-22.7	-35.3	-28.0	-32.2	-40.5	-40.4
Japan	57.9	50.9	65.0	60.5	64.7	70.7	64.0

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

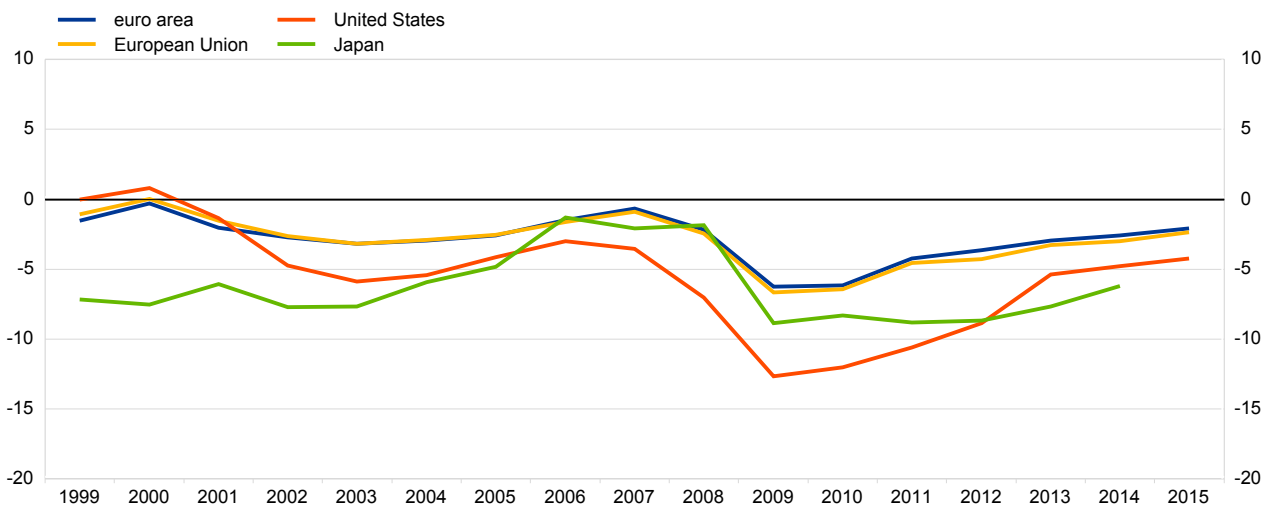
### 5.1 General government balance (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	-1.9	-0.6	-3.8	-4.2	-3.0	-3.1	-2.5
Germany	-1.7	-2.1	-1.1	0.0	-0.2	0.3	0.7
Estonia	0.3	0.6	-0.1	-0.3	-0.2	0.7	0.1
Ireland	-4.1	0.7	-11.1	-8.0	-5.7	-3.7	-1.9
Greece	-8.0	-6.7	-10.0	-8.8	-13.2	-3.6	-7.5
Spain	-3.6	-0.3	-8.4	-10.5	-7.0	-6.0	-5.1
France	-3.6	-2.6	-5.1	-4.8	-4.0	-4.0	-3.5
Italy	-3.1	-2.9	-3.5	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6
Cyprus	-3.4	-2.1	-5.2	-5.8	-4.9	-8.8	-1.1
Latvia	-2.6	-1.9	-3.6	-0.8	-0.9	-1.6	-1.3
Lithuania	-3.0	-1.9	-4.5	-3.1	-2.6	-0.7	-0.2
Luxembourg	1.6	2.5	0.5	0.3	1.0	1.5	1.6
Malta	-4.0	-4.9	-2.7	-3.6	-2.6	-2.1	-1.4
Netherlands	-1.7	-0.5	-3.6	-3.9	-2.4	-2.3	-1.9
Austria	-2.4	-2.1	-2.8	-2.2	-1.4	-2.7	-1.0
Portugal	-5.5	-4.2	-7.2	-5.7	-4.8	-7.2	-4.4
Slovenia	-3.9	-2.2	-6.4	-4.1	-15.0	-5.0	-2.7
Slovakia	-4.8	-5.0	-4.6	-4.3	-2.7	-2.7	-2.7
Finland	1.2	3.8	-2.4	-2.2	-2.6	-3.2	-2.8
<b>Euro area</b>	<b>-2.8</b>	<b>-2.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.1</b>
Bulgaria	-0.7	0.6	-2.4	-0.3	-0.4	-5.5	-1.7
Czech Republic	-3.3	-3.6	-2.9	-3.9	-1.2	-1.9	-0.6
Denmark	0.7	2.4	-1.8	-3.5	-1.1	1.5	-1.7
Croatia	-4.7	-3.7	-5.6	-5.3	-5.3	-5.4	-3.3
Hungary	-4.9	-6.0	-3.3	-2.3	-2.6	-2.1	-1.6
Poland	-4.2	-3.9	-4.7	-3.7	-4.1	-3.4	-2.6
Romania	-3.4	-2.8	-4.2	-3.7	-2.1	-0.8	-0.8
Sweden	0.4	1.2	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	0.2
United Kingdom	-4.2	-2.0	-7.3	-8.3	-5.7	-5.7	-4.3
<b>European Union</b>	<b>-2.9</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.3</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.4</b>
United States	-5.5	-3.4	-8.4	-8.9	-5.4	-4.8	-4.2
Japan	-6.3	-5.2	-8.1	-8.7	-7.7	-6.2	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.1 General government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

### 5.2 Primary general government balance <sup>1)</sup> (percentages of GDP)

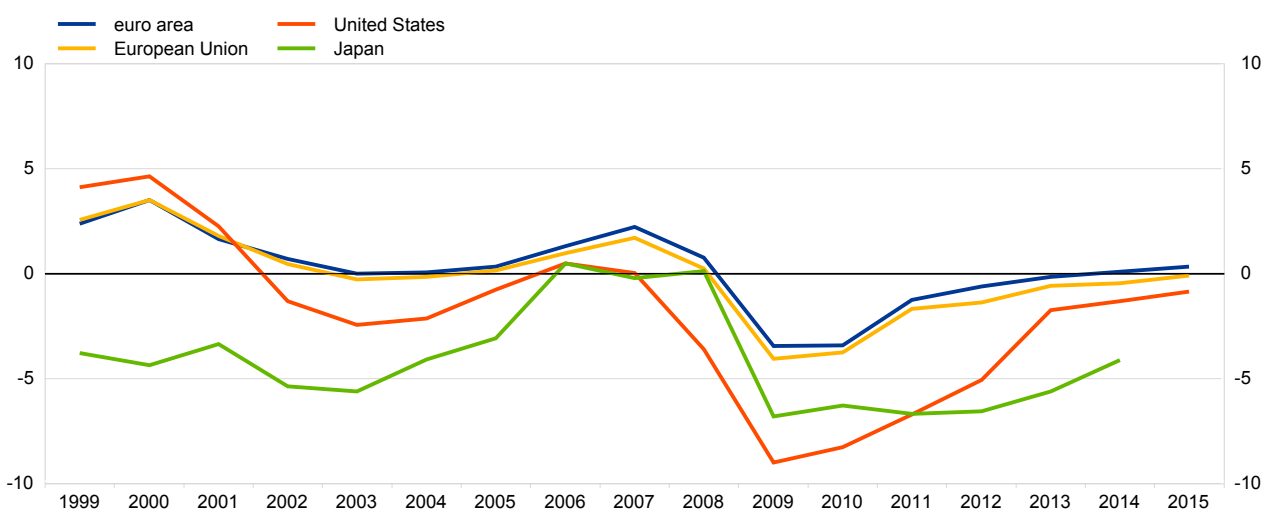
	1999-2015 <sup>2)</sup>	1999-2008 <sup>2)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	2.6	4.7	-0.3	-0.6	0.3	0.2	0.5
Germany	0.9	0.8	1.1	2.3	1.8	2.1	2.2
Estonia	0.5	0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8	0.2
Ireland	-2.0	2.1	-7.8	-3.9	-1.4	0.1	0.7
Greece	-2.8	-1.3	-5.0	-3.7	-9.1	0.4	-3.9
Spain	-1.1	2.0	-5.6	-7.5	-3.5	-2.5	-2.0
France	-1.0	0.1	-2.7	-2.2	-1.8	-1.8	-1.5
Italy	1.8	2.4	1.1	2.3	2.1	1.6	1.5
Cyprus	-0.6	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	-6.0	1.7
Latvia	-1.6	-1.3	-2.1	0.8	0.6	-0.1	0.1
Lithuania	-1.6	-0.8	-2.8	-1.2	-0.9	0.9	1.3
Luxembourg	2.0	2.8	1.0	0.9	1.5	1.9	2.0
Malta	-0.6	-1.2	0.3	-0.6	0.3	0.8	1.2
Netherlands	0.4	2.1	-2.0	-2.2	-0.9	-0.8	-0.6
Austria	0.6	1.1	-0.1	0.5	1.2	-0.3	1.3
Portugal	-2.1	-1.4	-3.0	-0.8	0.0	-2.3	0.2
Slovenia	-1.9	-0.4	-4.2	-2.1	-12.5	-1.9	0.3
Slovakia	-2.6	-2.4	-2.9	-2.6	-0.8	-0.8	-1.0
Finland	2.9	5.8	-1.1	-0.8	-1.4	-1.9	-1.6
Euro area	0.3	1.3	-1.2	-0.6	-0.2	0.1	0.3
Bulgaria	1.0	2.9	-1.6	0.5	0.3	-4.6	-0.8
Czech Republic	-2.2	-2.6	-1.6	-2.5	0.1	-0.6	0.4
Denmark	3.0	5.0	0.0	-1.7	0.6	3.0	-0.1
Croatia	-2.1	-1.8	-2.5	-1.9	-1.8	-1.9	0.3
Hungary	-0.5	-1.5	0.9	2.3	2.0	1.9	2.0
Poland	-1.7	-1.2	-2.4	-1.0	-1.5	-1.5	-0.8
Romania	-1.4	-0.7	-2.5	-1.9	-0.3	0.8	0.9
Sweden	2.2	3.5	0.2	0.0	-0.6	-0.9	0.7
United Kingdom	-1.9	0.1	-4.7	-5.4	-2.8	-3.0	-2.0
European Union	-0.1	1.1	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.1
United States	-1.9	0.1	-4.7	-5.1	-1.7	-1.3	-0.8
Japan	-4.1	-2.9	-6.0	-6.6	-5.6	-4.1	.

Sources: ESCB and OECD.

1) General government balance excluding the interest expenditure.

2) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia since 2002.

Chart 5.2 Primary general government balance  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## 5 Fiscal developments

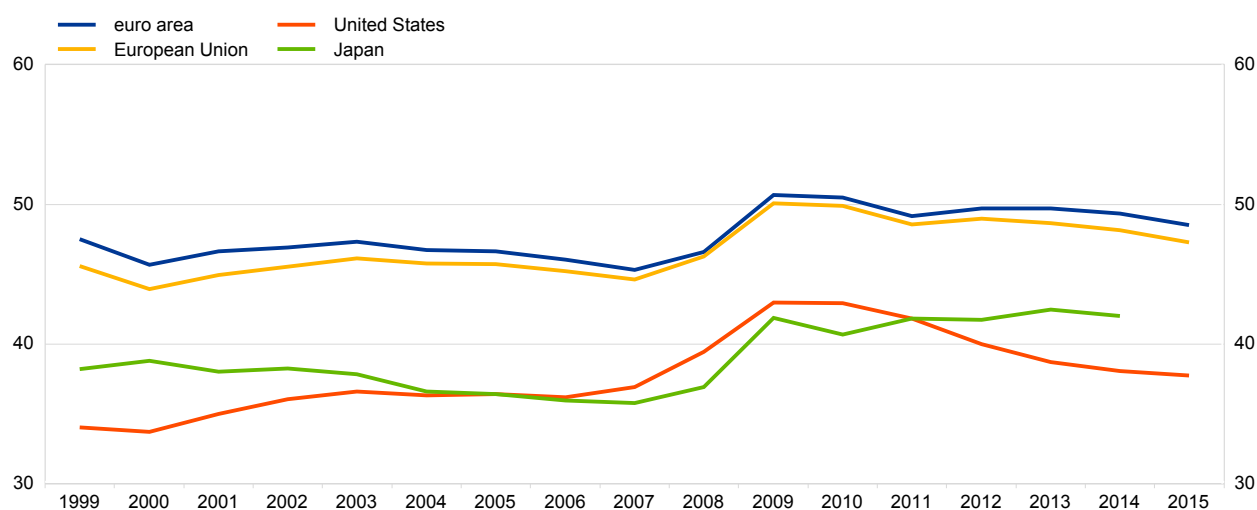
### 5.3 General government expenditure (percentages of GDP)

	1999-2015 <sup>1)</sup>	1999-2008 <sup>1)</sup>	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	51.7	49.6	54.6	55.8	55.7	55.1	53.9
Germany	45.6	45.8	45.3	44.3	44.7	44.4	44.0
Estonia	37.6	35.9	40.1	39.3	38.5	38.5	40.3
Ireland	38.1	34.0	43.9	41.8	39.8	37.8	29.4
Greece	50.1	46.7	54.9	55.4	62.3	50.6	55.4
Spain	41.7	39.0	45.6	48.1	45.6	44.9	43.8
France	54.1	52.3	56.7	56.8	57.0	57.3	57.0
Italy	48.5	47.1	50.5	50.8	50.8	50.9	50.4
Cyprus	39.4	37.2	42.5	41.9	41.3	48.2	40.1
Latvia	37.3	35.8	39.5	37.1	37.0	37.5	37.1
Lithuania	37.2	36.2	38.7	36.1	35.5	34.7	35.1
Luxembourg	42.1	41.0	43.6	44.3	43.4	42.3	42.1
Malta	42.1	42.1	42.1	42.5	41.8	43.2	43.4
Netherlands	44.7	43.2	46.9	47.1	46.3	46.2	45.1
Austria	51.7	51.3	52.2	51.5	51.2	52.8	51.6
Portugal	46.9	44.6	50.1	48.5	49.9	51.8	48.4
Slovenia	47.4	45.1	50.6	48.6	60.3	50.0	47.8
Slovakia	42.1	41.9	42.4	40.6	41.4	42.0	45.6
Finland	51.7	48.6	56.2	56.2	57.5	58.1	57.7
Euro area	47.8	46.5	49.7	49.7	49.7	49.4	48.5
Bulgaria	38.1	38.4	37.7	34.5	37.6	42.1	40.7
Czech Republic	42.5	42.2	43.0	44.5	42.6	42.2	42.0
Denmark	54.0	52.1	56.7	58.3	56.5	56.0	55.7
Croatia	46.9	46.0	47.8	47.1	48.3	48.3	46.9
Hungary	49.3	49.2	49.5	48.6	49.3	49.0	50.0
Poland	43.8	44.2	43.4	42.7	42.4	42.1	41.5
Romania	36.6	36.0	37.5	37.2	35.4	34.4	35.7
Sweden	52.3	52.9	51.6	51.7	52.4	51.5	50.3
United Kingdom	42.0	39.4	45.7	46.3	44.7	43.7	42.8
European Union	46.8	45.4	48.8	49.0	48.7	48.1	47.3
United States	37.8	36.1	40.3	40.0	38.7	38.1	37.7
Japan	39.0	37.3	41.8	41.8	42.5	42.0	.

Sources: ESCB and OECD.

1) Data for Luxembourg available since 2000; and for Croatia 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)

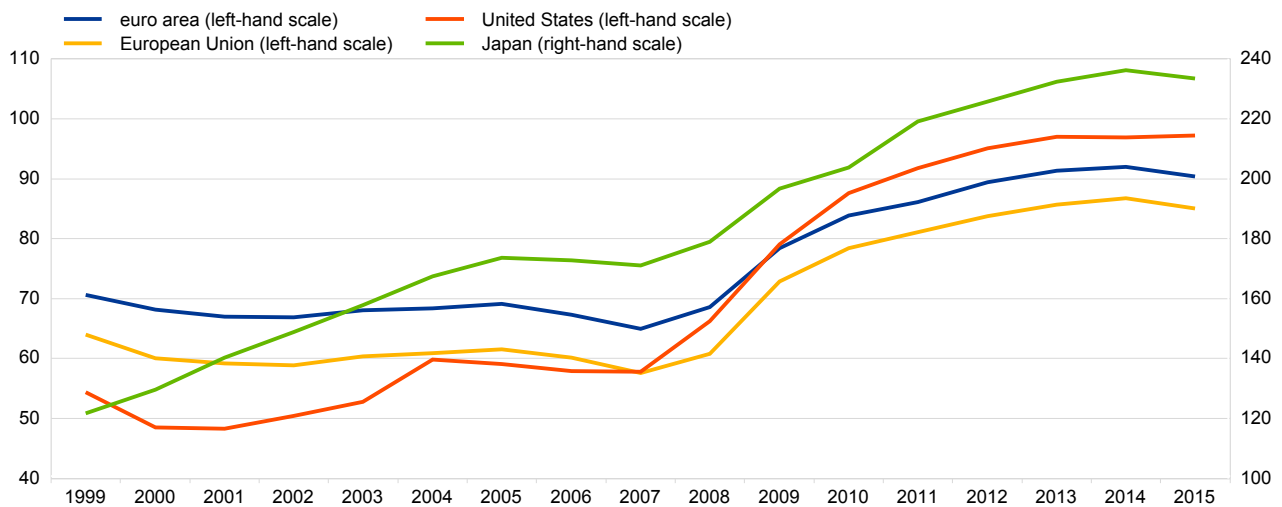
	1999-2015 2)	1999-2008 2)	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgium	101.3	99.8	103.3	104.1	105.4	106.5	105.8
Germany	68.3	62.6	76.5	79.9	77.5	74.9	71.2
Estonia	6.5	5.0	8.6	9.7	10.2	10.7	10.1
Ireland	58.9	32.1	97.2	119.5	119.5	105.2	78.6
Greece	128.6	104.6	162.7	159.6	177.4	179.7	177.4
Spain	61.0	47.3	80.5	85.7	95.4	100.4	99.8
France	73.6	63.1	88.5	89.5	92.3	95.3	96.2
Italy	111.2	102.9	123.0	123.3	129.0	131.9	132.3
Cyprus	67.3	57.3	81.5	79.3	102.2	107.1	107.5
Latvia	24.3	12.8	40.6	41.3	39.0	40.7	36.3
Lithuania	27.0	19.6	37.6	39.8	38.7	40.5	42.7
Luxembourg	13.6	8.1	20.7	21.8	23.5	22.7	22.1
Malta	66.2	65.3	67.5	67.6	68.4	67.0	64.0
Netherlands	55.6	49.9	63.6	66.4	67.7	67.9	65.1
Austria	73.2	66.6	82.7	82.0	81.3	84.4	85.5
Portugal	83.2	60.8	115.1	126.2	129.0	130.6	129.0
Slovenia	38.9	25.3	58.4	53.9	71.0	80.9	83.2
Slovakia	42.8	39.4	47.7	52.2	54.7	53.6	52.5
Finland	45.3	39.8	53.1	53.9	56.5	60.2	63.6
Euro area	75.9	67.9	87.4	89.5	91.3	92.0	90.4
Bulgaria	29.7	38.3	18.7	16.7	17.0	27.0	26.0
Czech Republic	31.4	25.0	40.6	44.5	44.9	42.2	40.3
Denmark	43.0	42.7	43.5	45.2	44.7	44.8	40.4
Croatia	55.1	38.9	71.2	70.7	82.2	86.6	86.7
Hungary	67.3	60.0	77.7	78.2	76.6	75.7	74.7
Poland	47.0	43.1	52.5	53.7	55.7	50.2	51.1
Romania	25.2	18.8	34.2	37.3	37.8	39.4	37.9
Sweden	45.1	48.2	40.6	37.8	40.4	45.2	43.9
United Kingdom	56.8	39.5	81.5	85.1	86.2	88.1	89.1
European Union	69.2	60.3	81.9	83.8	85.7	86.7	85.0
United States	70.6	55.5	92.1	95.1	97.0	96.9	97.2
Japan	182.9	156.3	221.0	225.8	232.5	236.2	233.4

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 Bulgaria available since 2000; for Croatia since 2002.

Chart 5.4 General government debt  
(percentages of GDP)



Sources: ESCB and OECD.

## Abreviaturas

### Países

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

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

<b>BCE</b>	Banco Central Europeo		
<b>BCN</b>	Banco central nacional	<b>OIT</b>	Organización Internacional del Trabajo
<b>BPI</b>	Banco de Pagos Internacionales	<b>PDE</b>	Procedimiento de déficit excesivo
<b>DG ECFIN</b>	Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, Comisión Europea	<b>PDM</b>	Procedimiento de desequilibrio macroeconómico
<b>EUR</b>	Euro	<b>PIB</b>	Producto interior bruto
<b>FMI</b>	Fondo Monetario Internacional	<b>PII</b>	Posición de inversión internacional
<b>IAPC</b>	Índice armonizado de precios de consumo	<b>SEBC</b>	Sistema Europeo de Bancos Centrales
<b>IFM</b>	Instituciones financieras monetarias	<b>SEC 95</b>	Sistema Europeo de Cuentas 1995
<b>IME</b>	Instituto Monetario Europeo	<b>TCE</b>	Tipo de cambio efectivo
<b>IPC</b>	Índice de Precios de Consumo	<b>TECG</b>	Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria
<b>JERS</b>	Junta Europea de Riesgo Sistémico	<b>UE</b>	Unión Europea
<b>MTC</b>	Mecanismo de tipos de cambio	<b>UEM</b>	Unión Económica y Monetaria
<b>MUS</b>	Mecanismo Único de Supervisión		
<b>OCDE</b>	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos		

### Símbolos utilizados en los cuadros

“-”Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable

“.”Dato no disponible por el momento

### © Banco Central Europeo, 2017

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono +49 69 1344 0  
Sitio web [www.ecb.europa.eu](http://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.

La recepción de datos para elaborar este informe se cerró el 10 de febrero de 2017 y la de los datos estadísticos incluidos en la sección estadística el 15 de marzo de 2017.

Fotografías Andreas Böttcher  
Luis Felipe Torrego  
Andreas Varnhorn

ISSN	1725-2873 (html)	DOI	10.2866/5444 (html)
ISSN	1725-2873 (pdf)	DOI	10.2866/043536 (pdf)
ISBN	978-92-899-2699-7 (html)	Número de catálogo UE	QB-AA-17-001-ES-Q (html)
ISBN	978-92-899-2682-9 (pdf)	Número de catálogo UE	QB-AA-17-001-ES-N (pdf)