



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 7 de agosto de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible sigue siendo compatible con la valoración del Consejo de Gobierno de que continúa la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro, con tasas de inflación bajas y una débil evolución monetaria y crediticia. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación para la zona del euro a medio y largo plazo continúan firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Las medidas de política monetaria adoptadas a principios de junio se han traducido en una relajación monetaria, que está en consonancia con las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), y que refleja adecuadamente las perspectivas para la economía de la zona del euro, así como las diferencias en el ciclo de política monetaria entre las principales economías avanzadas. Las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) que se realizarán en los próximos meses acentuarán el carácter acomodaticio de la política monetaria. Mediante estas operaciones se proporcionará financiación a largo plazo en condiciones atractivas durante un período de hasta cuatro años a todas las entidades de crédito que alcancen determinados valores de referencia en relación con sus préstamos a la economía real. Esto debería contribuir a suavizar aún más las condiciones de financiación y estimular el crédito a la economía real. Conforme estas medidas se transmitan a la economía, contribuirán al retorno de la inflación a tasas más próximas al 2%.

Como ya se señaló anteriormente, y como continuación de la decisión de principios de junio, el Consejo de Gobierno ha intensificado los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulización de activos destinadas a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno mantendrá un alto grado de acomodación monetaria. En lo que se refiere a las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), a la vista de las expectativas actuales para la inflación, los tipos de interés oficiales del BCE se mantendrán en los niveles actuales durante un período prolongado. Asimismo, el Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para seguir contrarrestando los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. El Consejo de Gobierno tiene la clara determinación de asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de este año. En relación con el segundo trimestre, los indicadores mensuales han mostrado cierta volatilidad, debido en parte a factores técnicos. En general, la información reciente, incluidos los datos de las encuestas disponibles para julio, sigue siendo compatible con la expectativa del Consejo de Gobierno de que continúa la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro. De cara al futuro, diversos factores deberían respaldar la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la actual mejora de las condiciones de financiación. Asimismo, los avances realizados en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como el aumento de la renta real disponible, deberían contribuir positivamente al crecimiento económico. La demanda de exportaciones también debería beneficiarse de la actual recuperación mundial. Sin embargo, aunque los mercados de trabajo han mostrado señales de mejora adicionales, el desempleo sigue siendo elevado en la zona del euro y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva continúa siendo considerablemente bajo. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado siguió siendo negativa en junio y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado probablemente continuarán frenando el ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En particular, la intensificación de los riesgos geopolíticos y la evolución de las economías emergentes y los mercados financieros mundiales podrían afectar negativamente a las condiciones económicas, debido entre otras cosas a sus efectos sobre los precios de la energía y la demanda mundial de productos de la zona del euro. Otro riesgo a la baja está relacionado con la aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como con un debilitamiento de la demanda interna mayor de lo esperado.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro fue del 0,4 % en julio de 2014, frente al 0,5 % registrado en junio. Esto se debe fundamentalmente a una menor inflación de los precios de la energía, mientras que el resto de componentes principales del IAPC se mantuvo prácticamente sin variación. Sobre la base de la información disponible, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos durante los próximos meses y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016. Mientras tanto, las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro siguen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 %.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y, en general, están equilibrados a medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones de la intensificación de los riesgos geopolíticos y la evolución del tipo de cambio serán objeto de un atento seguimiento.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de junio de 2014 siguen apuntando a un débil crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3), con una tasa de crecimiento interanual del 1,5 % en junio, frente al 1,0 % registrado en mayo. El crecimiento del agregado monetario estrecho (M1) se situó en el 5,3 % en junio, frente al 5,0 % de mayo. El incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja en parte el continuado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro, continuó siendo un importante factor del crecimiento interanual de M3.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulaciones) siguió siendo negativa en el -2,3 % en junio, frente al -2,5 % de mayo y el -3,2 % de febrero. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa siendo débil, como reflejo de su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, los factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, en lo que respecta a los flujos mensuales, los préstamos concedidos a sociedades no financieras han mostrado algunos signos de estabilización en los últimos meses, tras registrar considerables flujos mensuales negativos a principios de año. Esta evolución es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del segundo trimestre de 2014, en la que las entidades de crédito indicaron que los criterios de concesión de préstamos a empresas se habían suavizado en términos netos. No obstante, dichos criterios siguen siendo bastante restrictivos en general, si se observan con perspectiva histórica. Asimismo, las entidades señalaron que las sociedades no financieras y los hogares han aumentado su demanda de préstamos neta. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 0,5 % en junio, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En el contexto de debilidad del crecimiento crediticio, la evaluación global de los balances de las entidades de crédito que el BCE está llevando a cabo reviste una importancia primordial. Las entidades de crédito deberían aprovechar al máximo este ejercicio para mejorar su nivel de capital, contribuyendo con ello a aumentar las posibilidades de expansión crediticia durante las próximas etapas de la recuperación.

En síntesis, el análisis económico indica que el actual nivel de baja inflación debería ir seguido de una evolución gradual ascendente de la inflación medida por el IAPC hacia niveles más próximos al 2%. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma esta perspectiva.

En cuanto a las políticas fiscales, el saneamiento integral de las finanzas públicas en los últimos años ha contribuido a reducir los desequilibrios presupuestarios. Importantes reformas estructurales han mejorado la competitividad y la capacidad de ajuste de los mercados de trabajo y de productos de los países. Es preciso que estos esfuerzos cobren impulso ahora para aumentar el potencial de crecimiento de la zona del euro. Las reformas estructurales deberían centrarse en fomentar la inversión privada y la creación de empleo. Para restablecer la solidez de las finanzas públicas, los países de la zona del euro deberían actuar conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento y mantener los progresos logrados en materia de consolidación fiscal. Dicha consolidación debería diseñarse de forma que favorezca el crecimiento. Una aplicación plena y consistente del marco de vigilancia presupuestaria y macroeconómica de la zona del euro es clave para reducir las elevadas tasas de endeudamiento público, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza la experiencia adquirida con las líneas de *swap* bilaterales entre bancos centrales para proporcionar liquidez en moneda extranjera. En el segundo se explican los motivos de la revisión de las normas estadísticas internacionales y las ventajas de las nuevas normas.



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial se mantiene en una senda de recuperación gradual aunque desigual. Tras la débil actividad económica mundial observada en el primer trimestre, el ritmo de crecimiento se está afianzando poco a poco en las economías avanzadas. La dinámica del crecimiento también ha repuntado en las economías emergentes, impulsada por la aceleración registrada en China. No obstante, el crecimiento sigue siendo contenido, en general, debido a la existencia de restricciones por el lado de la oferta y, en algunos casos, a unas condiciones de financiación más restrictivas y a los riesgos geopolíticos. La inflación mundial se ha estabilizado recientemente, mientras que la capacidad productiva sin utilizar sigue siendo holgada, lo que sugiere que no se prevén presiones inflacionistas significativas a corto plazo.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios correspondientes a junio de 2014 continúan apuntando a una debilidad subyacente del crecimiento monetario y crediticio. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de M3 se incrementó de nuevo, impulsado por la preferencia de los sectores tenedores de dinero por los activos líquidos, especialmente los depósitos a la vista. Por lo que respecta a las contrapartidas, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio siguió estando respaldado principalmente por los acusados aumentos intermensuales registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, reflejo, en gran medida, de los superávits por cuenta corriente y del continuo interés de los inversores internacionales por los activos de la zona del euro. El menor ritmo de contracción del crédito otorgado por las IFM al sector privado observado en junio también contribuyó a la mejora de la evolución de M3, lo que sugiere que en ese mes se redujo aún más la incertidumbre respecto a un cambio en la dinámica de los préstamos, como también lo corroboran las señales positivas que se desprenden de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2014.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En mayo de 2014, la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo algo más lento que en abril. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras aumentó de forma visible en mayo, pero no compensó totalmente el descenso de la tasa de crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las Administraciones Públicas ni la tasa de crecimiento persistentemente negativa registrada por las emisiones de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM siguió siendo vigorosa en mayo, lo que refleja el fortalecimiento en curso de los balances de este sector de la economía.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En el período comprendido entre el 2 de julio y el 6 de agosto, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, incluidos el eonia y los tipos *swap* del eonia a corto plazo, prácticamente no experimentaron variación. El exceso de liquidez se redujo ligeramente en el séptimo período de mantenimiento de reservas, debido al menor recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En julio y a principios de agosto, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro continuó disminuyendo, registrando un nuevo mínimo histórico. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo también se redujo ligeramente durante ese mismo período. El descenso de los rendimientos en las dos áreas económicas se produjo en un contexto de intensificación de las tensiones geopolíticas. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En junio de 2014, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo de los hogares y de las sociedades no financieras experimentaron un descenso. Todos los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos se redujeron, con la única excepción de los aplicados a los préstamos a las sociedades financieras a más largo plazo y de más de un millón de euros. Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de mercado aumentaron en el caso de los préstamos con períodos de fijación del tipo hasta un año y con período de fijación de más de cinco años, debido a la significativa caída experimentada por los tipos de interés de los préstamos y créditos. El diferencial entre los tipos aplicados a los préstamos hasta un millón de euros y los aplicados a los préstamos de más de un millón de euros se estrechó en ambos períodos de fijación del tipo.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de junio y principios de agosto de 2014, las cotizaciones bursátiles descendieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, en un contexto de intensificación de las tensiones geopolíticas. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, aumentó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, mientras que en Japón siguió reduciéndose.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 0,4% en julio de 2014, frente al 0,5% de junio. Este descenso refleja, principalmente, los precios más bajos de la energía, mientras que las tasas de variación interanual de los otros componentes principales del IAPC prácticamente no experimentaron variación. Tomando como base la información disponible actualmente se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles reducidos en los próximos meses y que aumente de forma gradual en 2015 y 2016. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro continúan estando firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, aunque próximas a este valor.

Tanto los riesgos al alza como a la baja para las perspectivas de evolución de los precios siguen siendo limitados y, en general, continúan estando equilibrados en el medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y de la evolución del tipo de cambio serán objeto de un estrecho seguimiento.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro registró un avance intertrimestral del 0,2%, en el primer trimestre de este año. Con respecto al segundo trimestre, los indicadores mensuales han mostrado cierta volatilidad, en parte atribuible a factores técnicos. En general, la información reciente, incluidos los datos de las encuestas disponibles hasta julio, sigue siendo coherente con las expectativas de que continúe la recuperación moderada y desigual de la economía de la zona del euro. De cara al futuro, varios factores deberían respaldar la demanda interna, entre ellos, la orientación acomodaticia de la política monetaria y las mejoras que se están observando en las condiciones de financiación. Asimismo, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y reformas estructurales, así como la mejora de la renta real disponible, deberían contribuir positivamente al crecimiento económico. Además, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial en curso. No obstante, aunque los mercados de trabajo han mostrado algunas señales adicionales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar continúa siendo considerable. Por otra parte, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado permaneció en niveles negativos en junio, y es probable que los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando el ritmo de la recuperación económica. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan situándose a la baja.

[Si desea leer el capítulo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



I LA EXPERIENCIA CON LAS LÍNEAS SWAP ENTRE BANCOS CENTRALES PARA LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ EN DIVISAS

Desde que se inició la crisis financiera en 2007, las líneas swap bilaterales entre bancos centrales para proporcionar moneda extranjera a entidades de contrapartida locales se han convertido en un importante instrumento de cooperación internacional entre bancos centrales para evitar el riesgo sistémico y limitar el contagio entre las principales monedas. El diseño y la calibración de las operaciones utilizadas por el BCE para suministrar liquidez en moneda extranjera a las entidades de crédito de la zona del euro ayudaron a lograr los objetivos clave de las líneas swap, calmaron a los mercados y aliviaron la preocupación sobre la financiación durante la crisis, sin dejar de tener en cuenta consideraciones de riesgo moral. La valoración de la experiencia adquirida con estas líneas swap, que se analiza en el artículo, hizo que, en octubre de 2013, los principales bancos centrales sustituyeran las líneas swap bilaterales de carácter temporal por una red de líneas swap bilaterales permanentes. La mejora en las condiciones de financiación en dólares estadounidenses y la limitada demanda de fondos por parte de las entidades de crédito de la zona del euro en las operaciones de inyección de liquidez en dólares realizadas en 2013 y 2014 permitió al BCE suspender parte de las operaciones que hacen uso de las líneas swap para suministrar liquidez en moneda extranjera a las entidades de la zona. El BCE valorará periódicamente la necesidad de llevar a cabo las restantes operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses previstas, tomando en consideración el hecho de que las líneas swap permanentes proporcionan un marco para la reintroducción de estas operaciones si la situación de los mercados lo requiere.

INTRODUCCIÓN

En este artículo se describe la experiencia del BCE con las líneas *swap* temporales acordadas entre los principales bancos centrales en los últimos años, inclusive durante la crisis financiera, y sus distintas modalidades de uso a lo largo del tiempo. En la sección 2 se presenta un resumen cronológico de las líneas *swap* introducidas por el BCE y otros bancos centrales. En la sección 3 se profundiza en los objetivos y el diseño de la provisión de liquidez en moneda extranjera por parte del BCE durante la crisis financiera. En la sección 4 se analiza la evidencia empírica sobre la eficacia de los *swaps* de provisión de liquidez en divisas y en la sección 5 se resumen las principales enseñanzas extraídas del establecimiento de líneas *swap* temporales, que han llevado a la adopción de las medidas más recientes por parte del BCE en coordinación con otros bancos centrales en lo que respecta a la provisión de liquidez en moneda extranjera.

ENSEÑANZAS Y CONCLUSIONES

Las líneas *swap* bilaterales y los mecanismos asociados de provisión de liquidez en divisas fueron el resultado de un esfuerzo coordinado entre los bancos centrales para afrontar y evitar tensiones en los mercados de financiación a corto plazo en moneda extranjera. A través de estas medidas, los bancos centrales trataron de mantener la estabilidad general del sistema financiero, evitando un desapalancamiento desordenado y limitando los efectos perjudiciales de las tensiones de financiación sobre la actividad económica real.

Aunque la finalidad primordial de las líneas *swap* básicamente no cambió durante la crisis, los objetivos y los parámetros operativos de la provisión de liquidez en moneda extranjera se han ido modificando a lo

largo del tiempo en función de la situación imperante en el mercado y de los desafíos planteados durante las diferentes etapas de la crisis, como se describe en la sección 3. Por lo tanto, la valoración de si la calibración de estos parámetros ha sido adecuada no debería efectuarse de manera aislada, ya que la elección del diseño de los mecanismos depende de la situación y del momento, y está determinada por una serie de factores como la gravedad de las tensiones en los mercados y las causas de las distorsiones observadas en ellos, los objetivos de los bancos centrales emisores y receptores, los volúmenes de liquidez disponibles (esto es, si las líneas *swap* son ilimitadas o restringidas) y si las medidas están diseñadas para hacer frente a brechas de financiación acusadas o más bien están concebidas como una herramienta preventiva para infundir confianza en los mercados. En las siguientes subsecciones se examinan las experiencias extraídas en lo que se refiere a los principales parámetros de las líneas *swap* temporales y cómo se tuvieron en cuenta en el diseño de la nueva red de líneas *swap* permanentes.

Fijación de precios para la provisión de liquidez en moneda extranjera

El modelo para la determinación del precio óptimo debe alcanzar un equilibrio entre dos consideraciones. Por un lado, el precio fijado debe ser suficientemente superior al coste de financiación de la mayoría de las entidades de crédito en situaciones normales de mercado, con el fin de evitar el riesgo moral y proporcionar los incentivos adecuados para que las entidades reestructuren sus balances y reanuden el recurso a la financiación de mercado cuando la situación se normalice. Dado que la provisión de liquidez en moneda extranjera en condiciones normales de mercado no se considera una tarea fundamental de un banco central, la fijación de un precio adecuado ayuda a garantizar que la responsabilidad principal de la gestión de los riesgos de financiación y de liquidez relacionados con los activos y pasivos en moneda extranjera siga recayendo en las entidades de crédito. Por otro, el precio que se fije no debe ser tan elevado que estigmatice injustificadamente a los participantes en el mercado que accedan a estos mecanismos. Este estigma puede reducir o imposibilitar totalmente la financiación de las entidades a través de este instrumento, lo que, a su vez, merma su eficacia como mecanismo de respaldo de la financiación incluso ante eventos de gravedad potencialmente extrema. En un contexto de segmentación en el acceso al mercado, existen mayores probabilidades de que unos tipos de interés penalizadores por encima de los tipos de mercado vigentes generen un estigma.

La fijación del precio de las operaciones en moneda extranjera y su calibración deberían depender, en gran medida, de la situación de los mercados. En épocas de fuertes tensiones, el precio fijado puede ser alto sin desalentar la participación. A medida que mejore la situación, el precio puede reducirse sin dar lugar a un uso elevado de los mecanismos. La determinación del precio también depende de los objetivos concretos del banco central emisor, que tiene un interés particular en que las líneas *swap* sean coherentes con su marco de política monetaria.

Volumen de la provisión de liquidez en moneda extranjera

La eficacia de los mecanismos de provisión de liquidez en dólares estadounidenses desde 2007 ha estado estrechamente relacionada con el volumen de liquidez proporcionado. Desde la perspectiva del Eurosistema, el volumen de liquidez en moneda extranjera ofrecido ha estado determinado por la disponibilidad de líneas *swap* con los respectivos bancos centrales emisores. La adjudicación competitiva de volúmenes limitados de liquidez puede ser eficaz para contener los diferenciales de tipos de interés del mercado monetario en épocas de tensiones moderadas. No obstante, en circunstancias muy adversas podría resultar cada vez más difícil estimar las necesidades de moneda extranjera de las entidades de crédito y determinar el

volumen correspondiente de provisión de liquidez. Por ejemplo, la introducción de líneas *swap* ilimitadas en octubre de 2008 fue fundamental para lograr una reducción sostenible de las tensiones en los mercados y contener el riesgo sistémico.

Frecuencia y vencimiento

El plazo de vencimiento de las operaciones de provisión de liquidez en moneda extranjera también debe ajustarse con flexibilidad en función de la causa de las distorsiones en el mercado y de las necesidades del sector bancario. Las operaciones con vencimiento a muy corto plazo ofrecen esta flexibilidad, lo que es especialmente importante cuando el mercado ha de hacer frente a una perturbación repentina (como la quiebra de Lehman Brothers) y las entidades de crédito tratan de satisfacer sus necesidades inmediatas de liquidez. Por otro lado, las operaciones con vencimiento a plazo más largo proporcionan mayor certidumbre en la financiación y son necesarias cuando la financiación de mercado se reduce durante largo tiempo como consecuencia de una mayor preocupación de los inversores por los riesgos de crédito o de liquidez.

Además, la necesidad de realizar operaciones a plazo más largo como fuente de certidumbre en la financiación también puede afrontarse mediante el compromiso de continuar ejecutando operaciones con un calendario predeterminado, ya que de este modo se elimina la necesidad de acumular fondos por motivo de precaución.

Principales consideraciones para el marco de las líneas *swap* permanentes

La experiencia adquirida con las líneas *swap* temporales y los distintos tipos de parámetros operativos quedó reflejada en el diseño y las modalidades del nuevo marco de líneas *swap* permanentes anunciado el 31 de octubre de 2013. La mayoría de sus elementos son similares a los de las líneas temporales, ya que conservan las principales características que demostraron ser más eficaces para abordar las tensiones en los mercados, esto es, la importancia de adoptar un enfoque coordinado entre los bancos centrales participantes y la capacidad para proporcionar moneda extranjera a fin de hacer frente a las tensiones de financiación a escala mundial. Esto proporciona a los bancos centrales un marco para adoptar medidas cuando así lo requiera la situación en los mercados.

Con todo, la nueva red sigue siendo intencionadamente poco concreta en varios aspectos, ya que si bien proporciona seguridad en cuanto a la disponibilidad de un mecanismo de respaldo de la liquidez, las circunstancias en las que se podría activar la red de líneas *swap* permanentes y las modalidades operativas de la provisión de liquidez en moneda extranjera no se han especificado de antemano. Esto ayuda a garantizar que los participantes en el mercado gestionen con prudencia los riesgos de liquidez y de financiación en moneda extranjera, reduciendo así en mayor medida el riesgo moral. También debería permitir que los bancos centrales participantes calibren los parámetros pertinentes (fijación de precio, volumen y vencimiento) con flexibilidad en función de la situación en los mercados.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 NUEVAS NORMAS ESTADÍSTICAS INTERNACIONALES: MEJORAS EN LA METODOLOGÍA Y EN LA DISPONIBILIDAD DE DATOS

Las estadísticas macroeconómicas europeas estarán en consonancia con las nuevas normas estadísticas internacionales en el segundo semestre de 2014. Los cambios afectan a importantes indicadores económicos como el PIB, el comercio exterior y la posición de inversión internacional neta, así como al déficit y la deuda de las Administraciones Públicas. También influirán en la manera de registrar la deuda de las sociedades no financieras y la tasa de ahorro de los hogares. El BCE participó en los trabajos de revisión de las normas y, en lo que respecta a las estadísticas de las que es responsable, está introduciendo actualmente modificaciones de los requisitos de información, en colaboración con los bancos centrales nacionales. Unas estadísticas relevantes para sus fines, puntuales y armonizadas son clave para la formulación de la política monetaria. La introducción de las nuevas normas estadísticas conducirá asimismo a mejorar la disponibilidad de los datos en lo que se refiere a la puntualidad y los contenidos. Este artículo explica los motivos de la revisión y las ventajas de las nuevas normas. Proporciona, además, un amplio análisis del efecto esperado sobre las principales variables macroeconómicas y describe las mejoras introducidas en la disponibilidad de estadísticas correspondientes a la zona del euro.

INTRODUCCIÓN

Las normas estadísticas internacionales son un conjunto de recomendaciones acordado a escala mundial sobre la manera de medir la evolución económica interna y externa. Los principales indicadores, como el PIB, la balanza por cuenta corriente, el comercio exterior, el déficit público, los indicadores de deuda y la tasa de ahorro de los hogares, se determinan en función de ellas. Estas normas comprenden el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) 2008, elaborado por Eurostat (el instituto de estadística de la UE), el FMI, la OCDE, las Naciones Unidas y el Banco Mundial, así como la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI. Los trabajos de actualización de versiones anteriores de las normas (el SCN 93 y la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos) persiguen captar mejor los cambios estructurales que se están produciendo en la economía mundial como consecuencia de la globalización de los procesos de producción y del impacto de la innovación financiera. El SCN 2008 y la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos son totalmente consistentes en cuanto a los requisitos metodológicos y de clasificación de los sectores, lo que facilita el análisis de las interacciones de los sectores residentes con el resto de la economía mundial. El BCE contribuyó a la modernización de estas normas internacionales, y de los manuales afines en los que se proporcionan orientaciones adicionales, participando también en la adaptación del SCN al contexto europeo. El equivalente europeo del SCN 2008 es el Sistema Europeo de Cuentas (SEC) 2010. El SEC revisado, que ha quedado establecido en un Reglamento adoptado por el Consejo y el Parlamento Europeo en 2013, se implantará en la UE a partir de septiembre de 2014, sustituyendo al SEC 95. Además de normas metodológicas legalmente vinculantes, el SEC 2010 incluye un programa de transmisión que determina los conjuntos de datos de contabilidad nacional que los Estados miembros han de transmitir a Eurostat, siguiendo plazos concretos.

Este artículo se organiza como sigue. En el resto de la sección 1 se explican los motivos de la revisión y se describe la implantación coordinada de las nuevas normas en la UE. En la sección 2 se tratan los principales cambios metodológicos de las estadísticas de la zona del euro y su impacto en las variables económicas. También se explican las mejoras registradas en la disponibilidad de las estadísticas de la zona,

centrándose en las estadísticas de contabilidad nacional, de balanza de pagos y de finanzas públicas. Se analiza, además, la importancia de adaptar las estadísticas monetarias y financieras a las nuevas normas, y se facilita un calendario con las fechas de publicación iniciales de conformidad con el nuevo SEC 2010.

CONCLUSIONES

El BCE, tanto como productor como usuario de estadísticas, celebra la introducción de las nuevas normas estadísticas, que contribuyen a mejorar la calidad de las estadísticas europeas al adaptarlas a los cambios acaecidos en el entorno económico y financiero. Unas estadísticas relevantes para sus fines y puntuales son clave a efectos de política monetaria. Si bien es improbable que los cambios debidos a la introducción de las nuevas normas tengan un efecto significativo en la valoración de la evolución económica y financiera, la mayor consistencia entre áreas estadísticas y entre los Estados miembros es esencial para la formulación de la política monetaria. Además, la nueva información más detallada y las mejoras introducidas en los calendarios aumentarán también la importancia de las estadísticas para la vigilancia macroeconómica y para otros fines.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)