

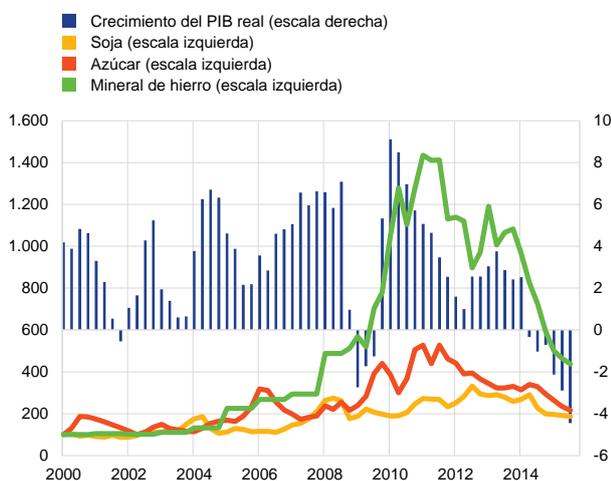
## Recuadro 1

# ¿Cuáles son las causas del deterioro económico de Brasil?

**Tras el rápido crecimiento económico registrado en los años anteriores a la reciente crisis financiera mundial, Brasil se encontraba en una posición sólida para hacer frente a la Gran Recesión.** El ciclo alcista de precios de las materias primas y las cuantiosas entradas de capital contribuyeron a esta mejora de los resultados económicos, que también fue consecuencia de los profundos cambios en la gestión de la política macroeconómica introducidos una década antes, con el fin del régimen de dominancia fiscal y de la hiperinflación en 1994. Sin embargo, la situación económica de Brasil se ha deteriorado significativamente en los últimos años. La economía entró en recesión en 2014 y empeoró en 2015, y es probable que el PIB real haya descendido un 3% el pasado año, mientras que la inflación se ha mantenido en niveles próximos al 10%. En este recuadro se describen los principales factores que explicarían el desplome de la economía brasileña.

**Gráfico A**  
Crecimiento del PIB y precios de las principales materias primas de exportación

(escala izquierda: índice 2000=100; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Banco Mundial, CBOT – CME Group e IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

**La fase bajista del ciclo de precios de las materias primas no energéticas puso de manifiesto las deficiencias estructurales subyacentes de la economía brasileña.** En la primera década de este siglo, Brasil se benefició de la fortaleza de la demanda

—especialmente de China— de algunas de sus principales materias primas de exportación (como mineral de hierro, soja y azúcar sin refinar). La tasa de crecimiento anual del PIB de Brasil se situó, en promedio, en el 3,1% durante ese período, sustentada en los efectos positivos de la relación real de intercambio. Desde la caída que experimentaron los precios de las materias primas en 2011 (véase gráfico A), estos efectos se han invertido, lo que se ha traducido en un crecimiento del PIB sistemáticamente inferior al previsto, al tiempo que han reaparecido las deficiencias estructurales subyacentes de la economía. Entre estas deficiencias se encuentran un sistema impositivo excesivamente gravoso, una economía sumergida considerable, unas

infraestructuras deficientes, una competencia limitada, los altos costes asociados al inicio de una actividad empresarial y unos aranceles aduaneros elevados.

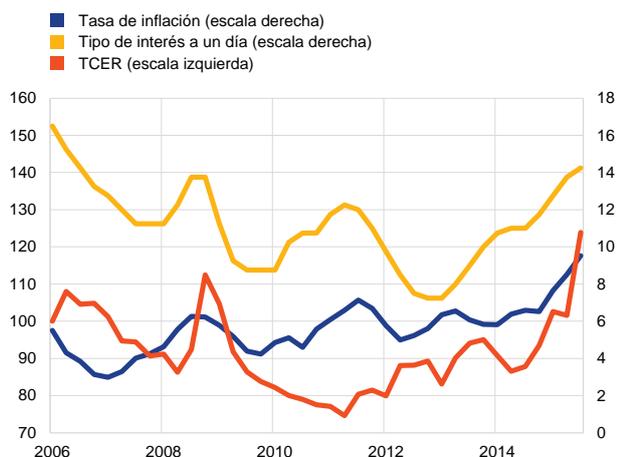
**Además, aumentaron los desequilibrios en un contexto de políticas expansivas y cuantiosas entradas de capital.** En torno al cambio de década, Brasil seguía recibiendo importantes entradas de capital, equivalentes aproximadamente a un

9% del PIB al año. Aunque estos flujos mantuvieron los diferenciales de la deuda soberana y de la renta fija privada en niveles reducidos, provocaron una fuerte apreciación del real brasileño que afectó negativamente a la competitividad de la economía. Muchas empresas, incluidas grandes petroleras como la estatal Petrobras, aprovecharon la holgura de las condiciones financieras para financiar sus inversiones a largo plazo en los mercados internacionales. Al mismo tiempo, las políticas monetaria y fiscal tuvieron una orientación expansiva. El tipo de interés oficial se redujo hasta un mínimo histórico del 7,25% en octubre de 2012 (véase gráfico B), mientras que los préstamos subvencionados del sector público, junto con el aumento de las exenciones fiscales destinadas a reavivar la confianza empresarial, hicieron que los déficits públicos registraran un acusado incremento. Sin embargo, habida cuenta de la falta de reformas estructurales, estas medidas se tradujeron en un repunte solo moderado y transitorio del crecimiento del PIB en 2012 y 2013, al tiempo que contribuyeron a un aumento de la inflación y a un mayor déficit por cuenta corriente (véase gráfico C).

### Gráfico B

Tasa de inflación, tipo de interés a un día y tipo de cambio efectivo real

(escala izquierda: índice 2006=100; escala derecha: tasas de variación interanual)



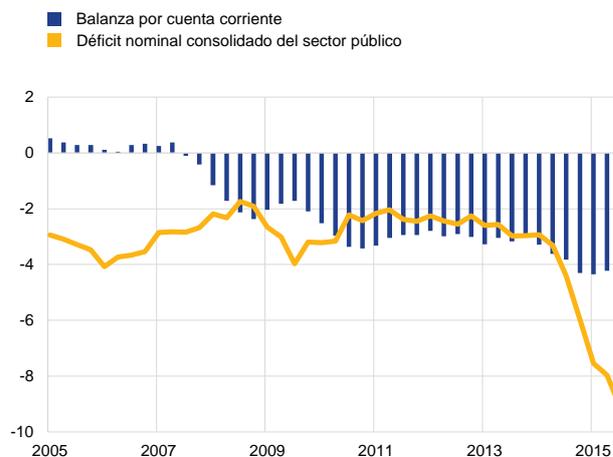
Fuentes: Banco Mundial, CBOT – CME Group e IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Notas: El SELIC es el tipo de interés a un día del Banco Central de Brasil. TCER se refiere al tipo de cambio efectivo real frente a 13 de los principales socios comerciales; el incremento de los valores refleja la depreciación de la moneda.

### Gráfico C

Saldo total del sector público y balanza por cuenta corriente (en relación con el PIB)

(en porcentaje del PIB, medias móviles de cuatro trimestres)



Fuente: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

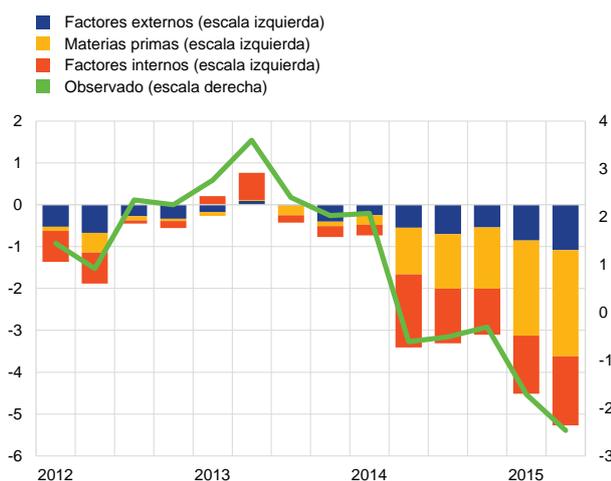
**El cambio en el sentimiento de los mercados financieros mundiales ante el anuncio de la Reserva Federal de Estados Unidos, en mayo de 2013, de su intención de reducir las compras de activos (lo que se conoce en inglés como «taper tantrum»), tuvo un impacto significativo en la economía brasileña.**

El sentimiento de los mercados internacionales se volvió repentinamente en contra de las economías emergentes vulnerables con fuertes desequilibrios externos y presupuestarios, como la brasileña. Pese a los indicios de recesión inminente, las políticas monetaria y fiscal se endurecieron para tratar de restablecer la credibilidad macroeconómica. Con el fin de limitar las salidas de capital y respaldar el tipo de cambio, el Banco Central de Brasil subió el tipo de interés oficial hasta el 14,25%

en julio de 2015. En el ámbito fiscal, se redujeron las cuantías de los programas de préstamos subvencionados, así como las subvenciones a determinados precios, como la energía. Sin embargo, el deterioro de la situación de los mercados financieros globales y la subida de los tipos de interés se tradujeron en un repunte de los pagos por intereses de la deuda pública (hasta niveles cercanos al 9% del PIB), lo que, a su vez, elevó la deuda pública bruta a máximos históricos (63% del PIB). Como el país no consiguió generar el superávit fiscal necesario para estabilizar la deuda a través de un plan presupuestario suficientemente creíble, dos agencias de calificación crediticia rebajaron la calificación del país por debajo del grado de inversión por primera vez en siete años. Pese a la contracción del PIB brasileño, la inflación aumentó hasta situarse por encima del 10% en los dos últimos meses de 2015, como resultado del ajuste de los precios regulados y de la acusada depreciación de la moneda.

**Gráfico D**  
Descomposición histórica de las perturbaciones que han afectado al crecimiento interanual del PIB real

(escala izquierda: estimaciones de medianas – desviación respecto a la media a largo plazo; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística y cálculos de expertos del BCE.

Nota: La media a largo plazo se refiere al período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el segundo trimestre de 2015.

**Las estimaciones del modelo indican que la reciente desaceleración brasileña está determinada, en gran medida, por la combinación de factores internos y el descenso de los precios de las materias primas.** Según la descomposición histórica

obtenida a partir de un modelo VAR bayesiano estructural<sup>1</sup> (véase gráfico D), los factores más significativos a la hora de explicar la caída del PIB brasileño desde mediados de 2014 son la evolución desfavorable de los precios de las materias primas y las perturbaciones que han afectado a la demanda nacional, como la política monetaria y los costes de financiación. Por otro lado, las perturbaciones externas (definidas como las perturbaciones asociadas a la incertidumbre mundial y aquellas que afectan a las condiciones de financiación a escala global y a la demanda exterior) han tenido un papel menos relevante como causa de la reciente desaceleración. En concreto, los precios del mineral de hierro y del azúcar sin refinar, que representan, respectivamente, el 13% y el 5%, del total de

exportaciones, llevan cayendo desde 2011, mientras que el precio del petróleo, que supone el 7% de las exportaciones totales, ha seguido una trayectoria descendente desde 2014. Dado que Brasil es todavía un importador neto de petróleo, probablemente la inversión sea el canal principal a través del cual el descenso del precio del crudo repercute sobre el PIB, y no únicamente la relación real de intercambio, como sucede en el caso de los países exportadores netos de petróleo.

<sup>1</sup> Se ha utilizado un modelo de vectores autorregresivos bayesianos de carácter estructural con datos trimestrales desestacionalizados del PIB. El modelo se ha estimado para el período comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el segundo trimestre de 2015, y las variables incluidas se refieren a las condiciones externas, los precios de las materias primas y las condiciones internas. En concreto, se incluyen el índice VIX, las letras del Tesoro de Estados Unidos a tres meses, la demanda exterior (importaciones ponderadas por el comercio), el precio del petróleo, los precios de las materias primas no energéticas, el índice EMBIG – Brasil, el crecimiento del PIB real y el tipo objetivo del SELIC. Para identificar perturbaciones estructurales se han impuesto restricciones de signo en las funciones impulso-respuesta.

La inversión total se ha reducido, en promedio, un 6 % desde principios de 2014, en parte como consecuencia de la situación de la petrolera estatal Petrobras, que representa el 10 % de la inversión total brasileña y casi un 2 % del PIB. Esta empresa se vio obligada a recortar la inversión en un 33 % en 2014 y 2015 para adaptarse a la caída de los precios del petróleo y también en respuesta a un caso de corrupción generalizada, desencadenando efectos de confianza en el conjunto de la economía. Según las estimaciones del ministerio de Finanzas de Brasil, los impactos directo e indirecto del recorte de la inversión por parte de Petrobras han supuesto una caída de unos 2 puntos porcentuales del crecimiento del PIB en 2015.

De cara al futuro, los riesgos a los que se enfrenta Brasil continúan situados a la baja, en un entorno de incertidumbre en materia fiscal y dificultades políticas que podrían seguir mermando la confianza.

## Recuadro 2

# Análisis detallado de las diferencias entre el valor añadido bruto industrial y la producción industrial

**El valor añadido bruto industrial y la producción industrial son dos indicadores muy valiosos de la evolución de la actividad industrial. Aunque conceptualmente son similares, existen algunas diferencias entre ambos<sup>1</sup>.**

Si se examinan los datos disponibles correspondientes a los dos últimos trimestres, la debilidad de la producción industrial de la zona del euro, excluida la construcción, en el segundo trimestre de 2015 no fue igual que la debilidad del valor añadido correspondiente (las tasas de crecimiento intertrimestral fueron del -0,1% y del 0,4%, respectivamente). Sin embargo, en el tercer trimestre de 2015, el crecimiento de la producción industrial ofreció un panorama más favorable (el 0,2% frente al 0% del valor añadido). En este contexto, en este recuadro se analizan detalladamente las divergencias entre estos dos indicadores para la zona del euro y se explican las diferencias metodológicas que las generan. La producción industrial es una estadística de carácter coyuntural cuyo objetivo es estimar el valor añadido en términos mensuales, con el fin de proporcionar una medida adecuada de la actividad industrial. No obstante, en la práctica resulta difícil recoger datos mensuales del valor añadido, lo que significa que la variación intermensual de la producción industrial suele obtenerse de otras fuentes, incluidos el volumen de negocios deflactado, datos de la producción física, el factor trabajo y el consumo intermedio de materias primas y energía. Por otro lado, el valor añadido bruto<sup>2</sup> es un indicador de la contabilidad nacional trimestral y se obtiene restando el consumo intermedio de la producción. Por tanto, la producción industrial solo describe de forma parcial la evolución del valor añadido industrial en términos de volumen durante un período más largo, dado que la relación entre la producción industrial y el valor añadido puede verse afectada por la variación en la ratio de consumos intermedios y por las estructuras de producción.

**Las variaciones en el valor añadido y la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro difieren en términos de niveles absolutos y de tasas de crecimiento intertrimestral.** El gráfico A presenta ambos indicadores de la actividad industrial de la zona del euro en niveles y muestra que el nivel del

<sup>1</sup> Para una descripción más detallada de estas diferencias, véanse D. Lucke y J.-P. Weiß, «International comparison of industrial development in the European context – the problems», *Economic Bulletin*, Vol. 39, Issue 7, German Institute for Economic Research, 2002, pp. 215-220, y «Overview of Industrial Statistics at the OECD», disponible en <http://www.oecd.org/sti/ind/overviewofindustrialstatisticsattheoecd.htm>.

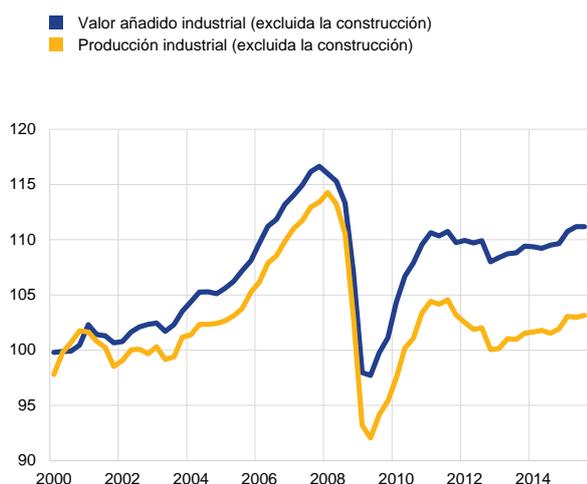
<sup>2</sup> El valor añadido bruto es uno de los principales indicadores de las cuentas nacionales y, junto con los impuestos sobre los productos menos subvenciones a los productos, incluye el producto interior bruto (PIB), que en el lado de los ingresos es igual a la suma de la remuneración de los asalariados, los impuestos sobre la producción y las importaciones menos subvenciones, y el excedente bruto de explotación.

valor añadido industrial (excluida la construcción) de la zona del euro ha sido más elevado que el de la producción industrial durante la mayor parte del período transcurrido desde el año 2000. No obstante, ambos indicadores tienden a registrar movimientos cíclicos similares en términos de crecimiento intertrimestral (véase gráfico B), aunque en algunos trimestres desde el año 2000 se han producido diferencias notables, positivas o negativas, de hasta dos puntos porcentuales. La diferencia media entre las dos tasas de crecimiento ha sido de 0,1 puntos porcentuales desde dicho año. Si se analizan las diferencias de crecimiento en términos absolutos, la media y la desviación típica han sido de 0,4 puntos porcentuales desde entonces. Este resultado implica que las diferencias en las tasas de crecimiento observadas en el segundo y tercer trimestres de 2015 se situaron en el intervalo esperable.

### Gráfico A

#### Nivel de valor añadido y de producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro

(2000=100; valor añadido bruto: volúmenes encadenados desestacionalizados y ajustados de efecto calendario; índice de producción industrial: media trimestral de datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Gráfico B

#### Crecimiento del valor añadido y de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; valor añadido bruto: volúmenes encadenados desestacionalizados y ajustados de efecto calendario; índice de producción industrial: media trimestral de datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables; puntos porcentuales)



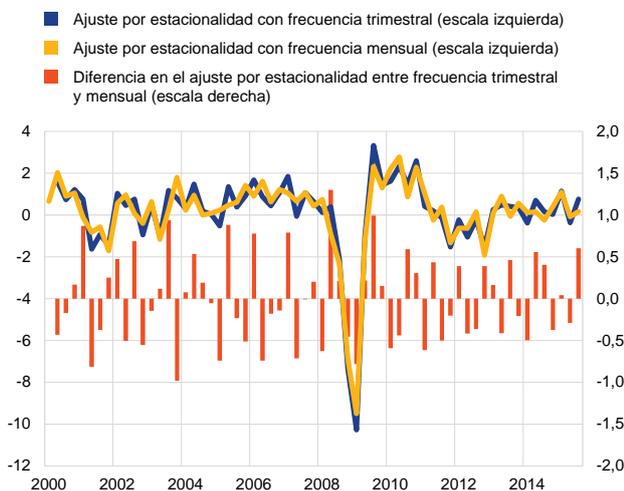
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Las diferencias en los movimientos de los dos indicadores también se observan en cada país de la zona del euro, aunque en distinto grado.** En los cuatro países mayores de la zona del euro, la diferencia entre el crecimiento intertrimestral del valor añadido industrial y el de la producción industrial (excluida la construcción) desde el año 2000 ha sido mayor en España (0,4 puntos porcentuales), Francia (0,3 pp) e Italia (0,2 pp), y más reducida en Alemania (0,03 pp). En cinco países de la zona del euro, esta diferencia de crecimiento en el mismo período ha sido negativa, sobre todo en Irlanda y Luxemburgo (−0,6 puntos porcentuales en ambos casos). Sin embargo, no hay que olvidar que estos resultados también dependen del período examinado. Por ejemplo, en Alemania —donde se dispone de más datos históricos—, el ligero sesgo positivo de las tasas de crecimiento para el período transcurrido desde el año 2000 pasa a ser levemente negativo si el período de observación comienza en 1991.

### Gráfico C

Efectos del ajuste por estacionalidad de los datos de crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) de la zona del euro

(tasas de crecimiento intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Además de los factores conceptuales, existen otros factores que contribuyen a las diferencias entre los dos indicadores<sup>3</sup>, como el ajuste por estacionalidad en períodos inferiores a un año, dado que el valor añadido se ajusta con una frecuencia trimestral y la producción industrial con una periodicidad mensual.

Para cuantificar este factor, los datos de la producción industrial se desestacionalizaron en los países de la zona del euro con una frecuencia trimestral. El resultado, que depende de los parámetros aplicados para los filtros estacionales, muestra que las tasas de crecimiento intertrimestral pueden diferir sustancialmente dependiendo de si el ajuste por estacionalidad es mensual o trimestral (véase gráfico C). Utilizando datos desestacionalizados trimestralmente, en vez de mensualmente, la diferencia absoluta media entre las tasas de crecimiento de la producción industrial de la zona del euro ha sido de 0,5 puntos porcentuales desde el año 2000. Sin embargo, en términos medios, el impacto de los otros factores sigue siendo considerable.

**Los precios reciben un tratamiento diferente entre los dos indicadores.** El valor añadido bruto se elabora utilizando precios básicos y no incluye impuestos (menos subvenciones) sobre los productos, mientras que la producción industrial se calcula al coste de los factores. La diferencia entre el valor añadido a precios básicos y al coste de los factores es otros impuestos (menos subvenciones) sobre la producción, cuyas cifras en volumen no se encuentran disponibles con frecuencia trimestral. Además, mientras que el valor añadido bruto en volumen se calcula utilizando índices encadenados anuales, por el momento solo un reducido número de países aplica este método para la producción industrial.

**Los dos indicadores incluyen actividades económicas distintas.** A diferencia de la producción industrial, el valor añadido incluye suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación (sección E<sup>4</sup>). La proporción de esta actividad con respecto al valor añadido industrial (excluida la construcción) desde el año 2000 ha variado entre el 4,2% en 2007 y el 5% en 2009. Las series

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Diferencias entre la producción industrial y el valor añadido de la industria en el primer trimestre de 2004», Boletín Mensual, BCE, agosto de 2004. En él se examinaba la diferencia entre la producción industrial y el valor añadido de la industria en el primer trimestre de 2004 (el crecimiento de la producción industrial era de 0,2 puntos porcentuales, frente a un crecimiento del valor añadido de 0,9 puntos porcentuales; de acuerdo con los datos revisados a la fecha, estas cifras son 0,2 puntos porcentuales y 0,8 puntos porcentuales, respectivamente). La diferencia se atribuyó a ajustes por estacionalidad y a la cobertura geográfica. La cobertura geográfica ha mejorado considerablemente desde 2004. Donde no se dispone de datos por países, se utilizan estimaciones para calcular el agregado de la zona del euro.

<sup>4</sup> Estas actividades conforman la sección E de la nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (NACE Rev. 2).

encadenadas de valor añadido en volumen para este sector se publican únicamente con frecuencia anual y son bastante acíclicas. Los cálculos realizados descomponiendo estos datos anuales en datos trimestrales indican que la diferencia intertrimestral entre la tasa de crecimiento del valor añadido industrial y la de la producción industrial se mantiene, en términos medios, en un nivel similar. Sin embargo, para determinados trimestres, el impacto de la sección E resulta considerable, es decir, hasta 2,2 puntos porcentuales durante la Gran Recesión y hasta 0,8 puntos porcentuales en épocas «normales».

**Otra fuente de diferencia entre los dos indicadores es que la producción industrial suele incluir empresas que superan un determinado umbral (en términos de volumen de negocios o de número de empleados),** y los umbrales varían entre países. Las cuentas nacionales tratan de ofrecer una panorámica más completa al utilizar datos procedentes de varias fuentes alternativas.

**En resumen, pese a la estrecha relación existente entre el valor añadido y la producción industrial, las diferencias entre los dos indicadores reflejan en cierta medida todos los factores mencionados anteriormente, aunque la importancia relativa de cada uno es difícil de valorar.** Desde una perspectiva económica, resulta útil realizar un seguimiento de ambos indicadores para analizar la situación económica de la actividad industrial. Una mayor armonización entre las cuentas nacionales y las estadísticas coyunturales, así como entre las prácticas nacionales para el ajuste por estacionalidad, ayudaría a reducir estas diferencias.

## Recuadro 3

# El Eurosistema publica criterios más detallados para la aceptación de agencias de calificación crediticia

**El Eurosistema ha publicado criterios más detallados que las agencias de calificación crediticia deben cumplir para formar parte de su marco para la mitigación del riesgo financiero en las operaciones de política monetaria.**

El sistema de evaluación del crédito del Eurosistema o ECAF, en sus siglas en inglés, define los requisitos mínimos de calidad crediticia que aseguran que el Eurosistema únicamente acepte como garantía activos de elevada calidad crediticia. El Eurosistema tiene la obligación legal de prestar fondos solo si se aportan activos de garantía adecuados<sup>1</sup>. El ECAF constituye asimismo la base para determinar el cumplimiento de los requisitos mínimos de calidad crediticia en el contexto de las compras simples.

**Las agencias de calificación crediticia son una fuente de información del sistema<sup>2</sup>.** Cuando el sistema acepta agencias de calificación crediticia como «agencias externas de evaluación del crédito» o ECAI, en sus siglas en inglés, sus calificaciones se usan principalmente para evaluar la calidad crediticia de activos negociables (instrumentos de deuda cotizados, especialmente bonos). Las agencias de calificación también pueden ser aceptadas en el sistema como proveedores de herramientas de calificación. Además, el Eurosistema utiliza información de sus sistemas internos de evaluación del crédito y de los sistemas basados en las calificaciones internas de las entidades de contrapartida. Los tres últimos sistemas de evaluación del crédito se usan fundamentalmente para evaluar activos de garantía no negociables como préstamos y créditos. A fin de garantizar que la información facilitada por las cuatro fuentes es coherente, precisa y comparable, el Eurosistema ha establecido criterios de aceptación para cada una de las fuentes de evaluación y una escala de calificación armonizada que se utiliza para realizar un seguimiento periódico del desempeño de todos los sistemas aceptados. Estos procedimientos tratan de proteger al Eurosistema frente a riesgos financieros y asegurar la igualdad de condiciones entre los proveedores de calificaciones crediticias.

**En diciembre de 2015, el Consejo de Gobierno decidió publicar más detalles sobre los criterios de aceptación de las agencias de calificación crediticia en**

<sup>1</sup> Véase el artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Eurosystem credit assessment framework for monetary policy operations», Boletín Mensual, BCE, abril de 2014; *The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations*, BCE, julio de 2015; o la información que figura en el sitio web del BCE en <http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html>.

**el ECAF<sup>3</sup>.** Los criterios publicados se refieren a la aceptación de las agencias de calificación crediticia como agencias externas de evaluación del crédito. Al presentar la solicitud de aceptación, la agencia ha de estar ofreciendo una cobertura mínima de activos admisibles como garantía en las operaciones de política monetaria en términos de activos calificados<sup>4</sup>, emisores calificados y volumen de activos calificados. La cobertura de la agencia de calificación debe estar diversificada entre las clases de activos admisibles y en los distintos países de la zona del euro. Por ejemplo, tiene que calificar al menos tres de las cuatro clases de activos admisibles del sector privado (bonos garantizados, bonos simples, obligaciones de empresa y bonos de titulización de activos) en dos terceras partes de los países de la zona. En cada clase de activos debe calificar al menos el 10 % de los activos admisibles, el 10 % de los emisores y el 20 % del volumen nominal. Además, durante los tres años anteriores a la presentación de la solicitud, la agencia tiene que haber cumplido al menos el 80 % de estos criterios.

**Los requisitos se han diseñado para garantizar que las agencias de calificación crediticia tienen una amplia experiencia en materia de riesgo de crédito y una trayectoria consolidada.** Por motivos de eficiencia, y a fin de asegurar que únicamente se aceptan agencias de calificación con una experiencia amplia y consolidada en materia de riesgo de crédito, los requisitos tienen en cuenta la aceptación por parte de los mercados de las calificaciones de las agencias, las interrelaciones de riesgo de crédito<sup>5</sup> entre las clases de activos admisibles y la concentración geográfica de los activos de garantía admisibles en la zona del euro. Al mismo tiempo, los umbrales no son tan restrictivos como para impedir la aceptación de nuevas agencias de calificación: una agencia que evalúa a unos 100 emisores, por ejemplo, puede cumplir los requisitos, dependiendo del ámbito geográfico y de las clases de activos en los que centre su actividad<sup>6</sup>. Por otra parte, el conjunto de criterios de cobertura se ha concebido con el objetivo de asegurar que el Eurosistema dispone de información para determinar si una agencia de calificación tiene una trayectoria adecuada de funcionamiento y para establecer una correspondencia entre sus calificaciones y la escala de calificación armonizada. Además, el requisito de cobertura histórica del 80 % durante los tres años anteriores a la presentación de una solicitud permite que las nuevas agencias de calificación se beneficien de un aumento progresivo de su cobertura europea para poder ser aceptadas en el ECAF, cuando puedan demostrar que cuentan con una experiencia amplia y consolidada en materia de riesgo de crédito y aceptación acreditada en el mercado.

<sup>3</sup> Véase el documento titulado *Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE (distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés)*, 22 de enero de 2016, en el sitio web del BCE. Los requisitos detallados pueden consultarse en el sitio web del BCE en: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>.

<sup>4</sup> Los activos deben calificarse de conformidad con las normas de prelación del ECAF definidas en el artículo 84 de la Orientación del BCE de 19 de diciembre de 2014 sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (BCE/2014/60).

<sup>5</sup> Por ejemplo, para calificar productos financieros estructurados es necesaria una evaluación adecuada del riesgo de crédito de las entidades participantes.

<sup>6</sup> Una agencia de calificación crediticia con una cuota de mercado de alrededor del 1 % (según cálculos de la Autoridad Europea de Valores y Mercados) cumple actualmente los criterios de cobertura del ECAF.

**En el procedimiento de aceptación, el Eurosistema investiga toda la información adicional relevante para la protección frente a los riesgos y el funcionamiento eficiente del ECAF<sup>7</sup>.** El cumplimiento de los criterios de cobertura mínima solo es un requisito previo para iniciar el procedimiento de aceptación. Habida cuenta de la importancia que tiene la información sobre la calidad crediticia para la admisión de activos y la aplicación de los recortes de valoración, el Eurosistema toma la decisión de aceptar una agencia de calificación sobre la base de un exhaustivo procedimiento de diligencia debida. Las agencias de calificación deben cumplir diversos requisitos informativos, regulatorios y operativos. Por ejemplo, para formar parte del sistema deben estar supervisadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés). Además, la información sobre sus calificaciones crediticias necesaria para realizar un seguimiento de la calidad de las calificaciones ha de estar a disposición del Eurosistema. Por motivos de eficiencia y teniendo en cuenta el procedimiento de diligencia debida intensivo en recursos que debe realizar para cada agencia de calificación, el Eurosistema exige el cumplimiento de los criterios de cobertura mínima antes de considerar si acepta a una nueva agencia.

**Además, el Eurosistema está reforzando sus procedimientos de diligencia debida para evitar una dependencia automática de las calificaciones externas.**

El Eurosistema está realizando trabajos complementarios para conocer mejor las calificaciones, los procesos de calificación y las metodologías que siguen las agencias de calificación aceptadas en el ECAF. Estos trabajos son acordes con diversas iniciativas de autoridades internacionales que tratan de reducir la dependencia excesiva de las calificaciones externas en los marcos legislativos y de regulación<sup>8</sup>. De modo paralelo, el Eurosistema ha mejorado sus capacidades de evaluación interna del riesgo, por ejemplo mediante el incremento del número de sistemas internos de evaluación del riesgo de crédito de las sociedades no financieras<sup>9</sup> y el establecimiento de un procedimiento de diligencia debida en relación con los programas de compras de bonos de titulización de activos y de bonos garantizados.

<sup>7</sup> En relación con los criterios generales de aceptación de las agencias externas de evaluación del crédito, que son públicos desde la introducción del ECAF, véase el artículo 120 de la Orientación BCE/2014/60.

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, la hoja de ruta para reducir la dependencia de las calificaciones de las agencias de calificación crediticia, publicada por el Consejo de Estabilidad Financiera del G-20, en [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1).

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Financial Stability Board, mayo de 2014, en [http://www.fsb.org/2014/05/r\\_140512/](http://www.fsb.org/2014/05/r_140512/).