

INFORME ANUAL

2013

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2013

ÍNDICE GENERAL

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR 9

1 RASGOS BÁSICOS	1	Introducción	13
	2	El impulso exterior a la recuperación de la economía española	13
	3	El ajuste y la recuperación de la economía española	18
	3.1	Consolidación fiscal	22
	3.2	Recuperación de la competitividad	23
	3.3	La reestructuración y el saneamiento del sistema bancario	25
	3.4	La progresiva normalización de la financiación de la economía	28
	4	El legado de la crisis y el papel de la política económica española	29
2 EL ENDEUDAMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: CARACTERÍSTICAS, CORRECCIÓN Y RETOS	1	Introducción	41
	2	El endeudamiento del sector privado de la economía española	43
	2.1	El endeudamiento de los hogares	43
	2.2	El endeudamiento de las sociedades no financieras	48
	2.3	Los avances en la corrección del endeudamiento del sector privado	51
	3	El endeudamiento de la nación	55
	3.1	El papel del sistema bancario	55
	3.2	El papel del sector público	55
	3.3	El endeudamiento externo	57
	4	La reducción del endeudamiento: condicionantes y retos	59
3 EL ENTORNO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Introducción	65
	2	La economía mundial	65
	2.1	Evolución reciente y perspectivas	65
	2.2	La mejoría de los fundamentos en las economías avanzadas	71
	2.3	La creciente percepción de vulnerabilidad en las economías emergentes	77
	3	La zona del euro	78
	3.1	La evolución en 2013 y en los primeros meses de 2014	78
	3.2	Las perspectivas de crecimiento e inflación a medio plazo y los retos de las políticas nacionales en el nuevo marco de gobernanza europeo	86
	3.3	Las políticas europeas y la actuación del BCE	87
4 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Introducción	93
	2	Las condiciones monetarias y financieras	93
	2.1	Los mercados e intermediarios financieros españoles	93
	2.2	Las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades no financieras	96
	2.3	La posición patrimonial del sector privado no financiero	101
	3	La orientación de las políticas económicas	102
	4	Demanda, actividad, mercado de trabajo y precios	109
	4.1	Demanda	109
	4.2	Actividad y mercado de trabajo	114
	4.3	Precios	118
	4.4	La balanza de pagos	120

5 INFORME DE GESTIÓN

1	Introducción	123
2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema	123
3	Actividades internacionales	124
3.1	Relaciones internacionales	124
3.2	Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España	127
4	Análisis económico e investigación	127
4.1	Áreas prioritarias de análisis	127
4.2	Relaciones con la comunidad académica	129
4.3	Difusión y comunicación	130
5	Supervisión y regulación	130
5.1	Actividad supervisora	130
5.2	Actividad sancionadora y de colaboración en actuaciones judiciales penales	132
5.3	Cambios normativos	133
5.4	Información financiera y prudencial	135
5.5	Central de Información de Riesgos	135
5.6	Estabilidad financiera	136
6	Funciones operativas	136
6.1	La política monetaria y la gestión de los activos del Banco de España	136
6.2	La gestión de los sistemas de pago	137
6.3	La gestión de los billetes	138
7	La función estadística del Banco de España	138
7.1	Principales novedades durante 2013	138
8	Conducta de mercado y reclamaciones	139
9	Comunicación externa	140
9.1	Relaciones con los medios de comunicación	140
9.2	Programa de comunicación institucional	141
10	Organización y administración interna	143
10.1	Recursos Humanos y Organización	143
10.2	Adquisiciones y Servicios Generales	143
10.3	Sistemas de Información	143
10.4	Política documental corporativa	144
10.5	Intervención General	145
10.6	Auditoría Interna	145
10.7	Departamento Jurídico	145

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA. EJERCICIO 2013

1	Introducción	147
2	Balance y cuenta de resultados	148
3	Memoria explicativa	151
3.1	Normativa contable	151
3.2	Notas explicativas al balance	159
3.3	Notas explicativas a la cuenta de resultados	182
3.4	Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización	192
3.5	Gestión de riesgos	193
4	Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	197
4.1	Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	197
4.2	Lucro cesante	197
4.3	Otras operaciones	197

ANEJO LEGISLATIVO	1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2013 hasta marzo de 2014	205
	2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	242

ÍNDICES	Índice de cuadros	245
	Índice de gráficos	247
	Índice de recuadros	249

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA	Organigrama general del Banco de España	253
	Consejo de Gobierno	254
	Comisión Ejecutiva	255

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

La economía española está inmersa en una fase de recuperación que se inició en torno al verano del pasado año y ha puesto punto final a una larga y profunda recesión. La actividad fue mostrando un progresivo dinamismo a lo largo de 2013, materializándose en cifras positivas de crecimiento a partir del tercer trimestre. Los datos más recientes indican un reforzamiento de esta trayectoria en lo que ha transcurrido de 2014. El cambio se ha manifestado también en el mercado de trabajo, donde la larga etapa de destrucción de puestos de trabajo dio paso a una fase de modesta creación neta de empleo en el tramo final de 2013, que ha proseguido en 2014, de modo que ya se ha traspasado el umbral crítico de creación de empleo. Pese a esta paulatina mejora, la tasa de paro cerró el año en un nivel todavía inaceptablemente elevado.

Como refleja el análisis del *Informe Anual*, el cambio en la trayectoria de la economía española ha resultado de la confluencia de una serie de factores, tanto externos como internos.

Entre los primeros, el repunte de la actividad y del comercio mundiales en la segunda mitad de 2013 y el retorno del área del euro a la senda del crecimiento económico configuraron un entorno favorable para las exportaciones, la reducción de la incertidumbre y la recuperación de la confianza. Estos impulsos se vieron reforzados por los avances registrados en la construcción de la unión bancaria europea, que han contribuido a relajar las tensiones en los mercados financieros del área. En la misma dirección han operado los avances en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales registrados en los países del área del euro sometidos a mayores tensiones. Por supuesto, la tarea no está culminada y los retos pendientes son todavía importantes, como ha puesto de manifiesto la revisión anual que realiza la Comisión Europea sobre los principales desequilibrios macroeconómicos dentro del área.

La política monetaria del BCE ha contribuido de forma muy significativa a configurar un entorno más favorable. El tono fuertemente expansivo adoptado desde el inicio de la crisis ha contribuido a suavizar las graves tensiones financieras y ha mejorado las condiciones de financiación, si bien persisten importantes elementos de fragmentación y heterogeneidad que obstaculizan la transmisión de los impulsos monetarios a todas las zonas y sectores. En todo caso, la acción del BCE está suministrando el margen temporal imprescindible para que la consolidación fiscal y las reformas estructurales puedan rendir plenamente sus frutos y facilitar así la vuelta de nuestra economía y la del resto del área a una senda de crecimiento y de creación de empleo.

A pesar de todo ello, la economía española no habría podido adentrarse en una fase de recuperación si no hubiera avanzado, como lo ha hecho, en la corrección de los desequilibrios y en el diseño e implementación del programa de reformas. En 2013 se produjeron avances significativos en el saneamiento de las cuentas públicas, en la mejora de la competitividad y en la reestructuración del sistema bancario. Todo ello ha redundado en la normalización de los flujos de financiación externa que necesita la economía española para crecer de una manera sostenida.

En el ámbito de las cuentas públicas, el déficit se redujo en 2013 hasta el 6,6% del PIB, a pesar de la debilidad cíclica y el aumento de los pagos por intereses, por lo que el ajuste fue el resultado de un esfuerzo estructural considerable. Pero la tarea pendiente es toda-

vía importante y se encuentra lastrada por el elevado nivel alcanzado por la ratio de deuda pública en relación con el PIB.

En el terreno de la competitividad, la continuidad de la moderación de costes laborales y de precios permitió acumular nuevas ganancias a lo largo del año. El ajuste de los precios relativos de bienes y servicios frente al resto del mundo está ejerciendo un efecto muy favorable sobre nuestros intercambios comerciales con el exterior. El año se cerró con nuestro primer superávit por cuenta corriente de la era del euro, aunque el todavía elevado endeudamiento externo es un recordatorio de la necesidad de perseverar y profundizar en los logros alcanzados.

El proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento de nuestro sistema bancario experimentó un avance decisivo. El programa sectorial de ayuda financiera acordado con las autoridades europeas en 2012 para la recapitalización de una parte de aquel finalmente ascendió a 41 mm de euros y concluyó de manera exitosa en enero de 2014. En el esfuerzo total de recapitalización hay que incluir, además, otras actuaciones estrictamente privadas, entre las que ocuparon un lugar destacado los ejercicios de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de la deuda subordinada. También se ha llevado a cabo una importante revisión de los marcos de regulación y supervisión microprudencial, tanto para reducir el riesgo de crisis futuras como para proteger mejor a los contribuyentes de sus efectos negativos. Aunque persisten retos importantes, el sistema está ahora en condiciones favorables para poder financiar adecuadamente la recuperación de la economía.

En 2013 se avanzó también en el necesario desendeudamiento del sector privado. Este año, el capítulo temático del *Informe Anual* se ha dedicado, precisamente, a analizar en profundidad este tema. El proceso sigue descansando todavía en la contracción agregada del crédito, pero ya se empiezan a percibir síntomas de mejoría. Así, desde mediados del año pasado, el crédito a las empresas se sigue contrayendo, pero a tasas paulatinamente menores, un cambio de tendencia que desde comienzos de 2014 ha comenzado a observarse también en el caso de los hogares. Los análisis más desagregados muestran que este comportamiento está siendo compatible con una recomposición de los flujos de crédito hacia aquellas empresas que están en mejor disposición para canalizar los fondos disponibles hacia inversiones impulsoras del crecimiento y del empleo.

Pese a los avances en el saneamiento de la economía española, la consolidación de la recuperación se enfrenta a retos de gran alcance como consecuencia de la profundidad de los efectos de la crisis. El nivel de desempleo y el endeudamiento de los sectores residentes son de gran magnitud y su absorción requerirá un período de tiempo considerable. La política económica deberá impulsar mejoras adicionales en la competitividad y la reasignación de recursos hacia sectores con mayor potencial de crecimiento, al tiempo que propicia el desendeudamiento de los sectores público y privado. Y ello deberá hacerse en un entorno en el que la baja tasa de inflación en el conjunto de la zona del euro y la apreciación del tipo de cambio suponen una dificultad añadida para avanzar en los ajustes pendientes.

El margen para instrumentar políticas nacionales expansivas es reducido. La política monetaria ya está desplegando impulsos considerables a escala europea, por lo que el reto es potenciar su transmisión hacia las empresas y las familias españolas. La actuación en el terreno fiscal debe regirse por la prioridad de seguir avanzando en el proceso de consolidación y desendeudamiento público. Los logros en esta dirección, en línea con los compromisos europeos, son una pieza clave para mantener la confianza de los inversores

y asegurar la financiación externa de la economía. La senda de objetivos establecidos a medio plazo para avanzar hacia la estabilidad presupuestaria debe ayudar a anclar las expectativas de los agentes sobre la evolución de las cuentas públicas y a facilitar la implementación de las medidas necesarias. Igualmente debe buscarse que la composición del ajuste fiscal permita suavizar el efecto contractivo de corto plazo sobre la actividad y mejorar el potencial de crecimiento. Sería deseable que la reforma del sistema tributario que el Gobierno tiene previsto presentar en la segunda mitad de este año subsane los problemas que aquejan a la tributación en España: capacidad recaudatoria reducida y sesgo hacia la imposición directa y las cotizaciones sociales, en tanto que resulta más perjudicial para la competitividad y el empleo. Contamos, en todo caso, con el efecto beneficioso para la sostenibilidad de las finanzas públicas derivado de la reforma de las pensiones.

El *Informe Anual* destaca el importante papel que las reformas estructurales desempeñan para culminar los ajustes pendientes, minimizar sus costes y restablecer la capacidad de crecimiento de la economía. El aumento de la sensibilidad cíclica de los precios inducido por las reformas está propiciando una corrección del desfase competitivo gestado durante el último ciclo expansivo, a la vez que la mayor flexibilidad del marco laboral ha favorecido la moderación salarial y esta, a su vez, está apoyando la creación de empleo. También se observa un cambio en el papel que desempeña la inflación pasada en el proceso de determinación de costes y rentas. Se trata de un cambio importante para la adaptación a los requerimientos de la pertenencia a la UEM que ha sido impulsado por diversas iniciativas y que se verá reforzado por la aplicación de la Ley de Desindexación de la Economía. Es importante que las reformas en los mercados de productos (Ley de Emprendedores, Ley de Garantía del Mercado Único y las reformas de la Ley Concursal, entre otras), diseñadas para incrementar la competencia y mejorar la eficiencia, se instrumenten con celeridad y ambición.

La perseverancia en este enfoque de la política económica permitirá asentar una senda de recuperación cada vez más firme, iniciándose el camino para la imprescindible reducción del alto nivel de desempleo, que constituye el legado más pesado de la crisis y es el principal problema económico y social de nuestro país.

1 Introducción

En el segundo semestre de 2013 la economía española se adentró en una incipiente recuperación, apoyada en factores tanto externos como internos

A partir de la segunda mitad de 2013 se fue consolidando un escenario de incipiente recuperación de la economía española, que ha encontrado continuidad en los primeros meses de 2014. El PIB pasó a mostrar tasas intertrimestrales de crecimiento positivas, aunque moderadas, y se inició una modesta creación neta de empleo. En este cambio han confluído factores tanto externos como internos. Las decisiones de política económica adoptadas por los Gobiernos del área del euro, los avances en la gobernanza de la UEM y la política monetaria expansiva del BCE han contribuido a relajar las tensiones financieras, aunque todavía siguen siendo elevadas, y a sostener la frágil recuperación de la economía europea. A su vez, internamente, se han producido avances significativos en la reestructuración del sistema bancario y en la corrección, en diversa medida, de los desequilibrios de índole fiscal y de competitividad, entre otros. La acción conjunta en estos frentes ha propiciado una suavización de las adversas condiciones de financiación y una recuperación de la confianza tanto de los inversores internacionales como de las familias y de las empresas nacionales, que han permitido a la economía española superar las tensiones extremas de 2012 y salir de la segunda recesión de la crisis.

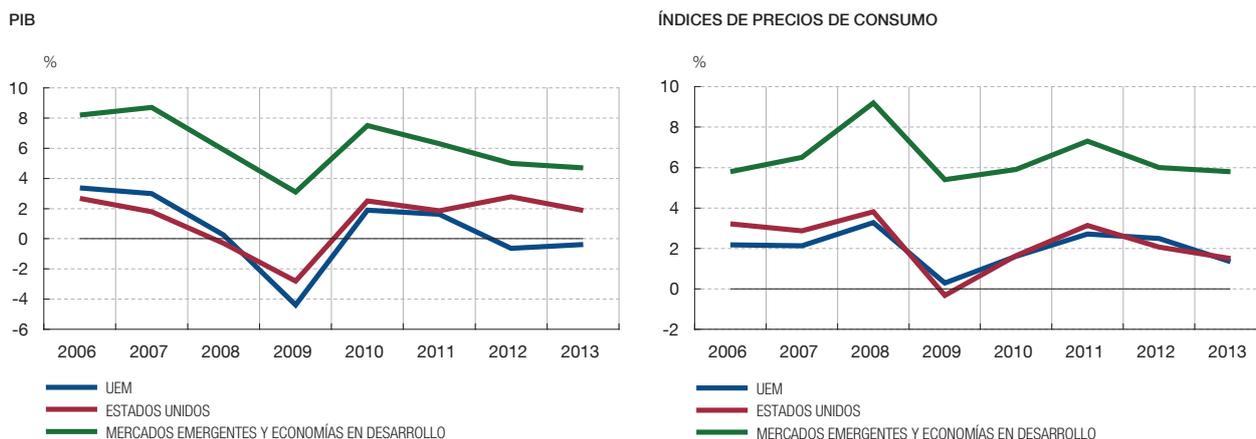
Pero los retos siguen siendo considerables, por lo que la consolidación de la recuperación requiere perseverar en las acciones que han propiciado el cambio de tendencia

Las características y la profundidad de la crisis suponen numerosos retos para el afianzamiento de la recuperación y el establecimiento de una nueva senda de crecimiento basada en pautas de estabilidad. La incertidumbre y los riesgos son aún elevados, y los niveles del PIB y de empleo siguen siendo todavía muy inferiores a los que se habían alcanzado con anterioridad a aquella. Para afrontar satisfactoriamente estos retos es necesario que, a escala europea, se profundice en las actuaciones de política económica encaminadas a reforzar el todavía débil crecimiento y se continúe avanzando en la hoja de ruta para alcanzar una genuina unión económica y monetaria, singularmente en la unión bancaria, a la vez que, en el ámbito interno de la política económica, se mantenga la dinámica de corrección de los desequilibrios y se avance en la agenda de reformas. La compleja situación en la que se desenvuelve la economía española, según el análisis que contiene este Informe, subraya la importancia de profundizar en las medidas estructurales que afiancen la capacidad de crecimiento a largo plazo, mejoren la competitividad y faciliten el logro de los objetivos de estabilidad presupuestaria necesarios para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. Solo así se logrará restituir de manera duradera la confianza interna y externa, y avanzar en la progresiva reducción de los elevados niveles de endeudamiento que pesan sobre las decisiones de gasto de los agentes, tema que se aborda de manera monográfica en el capítulo 2 de este Informe.

2 El impulso exterior a la recuperación de la economía española

La actividad económica global repuntó en la segunda mitad de 2013 y el foco de las tensiones se ha ido desplazando hacia las economías emergentes

Tras un primer semestre de limitado dinamismo, la actividad económica mundial repuntó en la segunda mitad de 2013, de modo que el año se cerró con un avance del PIB global del 3% y una tendencia creciente en la evolución del comercio internacional. La recuperación se sustentó, fundamentalmente, en el comportamiento de las economías avanzadas, singularmente la estadounidense, ya que en el bloque formado por las emergentes y en desarrollo se registró una cierta pérdida de dinamismo (véase gráfico 1.1). Los cambios en la política monetaria instrumentados por la Reserva Federal en respuesta al comportamiento de la economía americana y la propia evolución de algunos de los desequilibrios acumulados en las economías emergentes están propiciando un aumento de la incertidumbre y de los riesgos vinculados al comportamiento futuro de estas últimas.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO, abril de 2014).

Las tasas de inflación son, en general, moderadas

Las tasas de inflación se han mantenido, en general, en registros moderados, sobre todo en las economías avanzadas, donde la actividad continúa situándose por debajo de su potencial y las políticas monetarias han adoptado un tono fuertemente expansivo.

En los primeros compases de 2014 se han mantenido las mismas tendencias

Los indicadores económicos que han ido apareciendo a lo largo de la parte transcurrida de 2014 y las previsiones de los analistas y de las organizaciones internacionales apuntan, en general, al mantenimiento en 2014 de las principales tendencias observadas en el tramo final del año pasado: progresiva recuperación de la economía global, mayor reequilibrio entre la contribución de las economías avanzadas y las emergentes y en desarrollo, desplazamiento del principal foco de incertidumbre y de riesgos desde las primeras hacia estas últimas, y ausencia de riesgos inflacionistas.

El PIB del área del euro registró tasas de crecimiento positivas a partir del segundo trimestre, estimulado por un contexto exterior más favorable...

El área del euro participó también en la recuperación de la actividad global y registró, a partir del segundo trimestre de 2013, tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB positivas, aunque en su conjunto el ejercicio supuso un retroceso del producto de cuatro décimas. El mayor dinamismo del comercio internacional estimuló la demanda externa, al tiempo que el progresivo desplazamiento del foco de las tensiones hacia las economías emergentes proporcionó un cierto alivio de las tensiones en los mercados financieros europeos, que repercutió favorablemente sobre la demanda interna del área.

... por las decisiones de política económica adoptadas por los Gobiernos de los Estados miembros, tanto en el plano nacional...

Pero el creciente dinamismo de la zona del euro se sustentó también en las decisiones de política económica adoptadas internamente. Por un lado, los Gobiernos de los Estados miembros, dentro de sus ámbitos nacionales de actuación, continuaron avanzando en los procesos de consolidación fiscal y de reformas estructurales, de acuerdo con las recomendaciones elaboradas por la Comisión Europea en el marco del Semestre Europeo. Los programas de apoyo financiero (a Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre) registraron progresos importantes, sobre todo en los casos de Irlanda, que lo concluyó en diciembre, y de Portugal, que lo hizo en mayo. También finalizó en los primeros compases de 2014 el programa parcial de ayuda financiera para la recapitalización del sistema bancario español. Todo ello ha proporcionado un impulso adicional al proceso de restauración de la confianza interna y externa en la solidez del proyecto europeo.

... como en el marco de la gobernanza del área en su conjunto...

Asimismo, en el ámbito de la gobernanza del área, la Comisión Europea revisó en el verano de 2013 los objetivos de déficit público marcados a los distintos Estados miembros para acompañarlos en mayor medida a la situación cíclica de las diferentes economías y favorecer así pautas de consolidación fiscal que no obstaculicen el crecimiento.

También se han registrado a lo largo de 2013 y de la parte transcurrida de 2014 avances significativos en el proceso de creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), cuyo diseño está prácticamente concluido y que entrará en pleno funcionamiento en el tramo final de 2014. Esta centralización de la supervisión bancaria permite soslayar el problema de gobernanza económica que planteaba la coexistencia —dentro de una economía fuertemente bancarizada como es la del área del euro— de, por un lado, una política monetaria y una divisa únicas en un contexto de libre circulación de capitales y, por otro, una política de supervisión microprudencial todavía fragmentada a escala de los Estados miembros.

Se han registrado igualmente progresos en el ámbito del Mecanismo Único de Resolución (MUR), la otra pieza fundamental del proyecto de unión bancaria, aunque en este caso restan aún por concretar aspectos de gran trascendencia, como, por ejemplo, el diseño de los mecanismos de respaldo financiero. La unión bancaria marca un hito esencial en la hoja de ruta establecida hacia una genuina unión económica y monetaria, y del acierto en su diseño final dependerá que se puedan romper definitivamente los vínculos entre riesgos bancarios y soberanos, que suponen aún un obstáculo importante para superar la fragmentación de los mercados financieros del área, y, consiguientemente, afianzar su recuperación económica.

... y por la política monetaria expansiva del BCE, en un contexto en el que la inflación se ha situado por debajo y alejada de la referencia del 2 %

El mayor dinamismo económico de la UEM es deudor también de la política monetaria fuertemente acomodaticia que el BCE ha venido poniendo en práctica desde el inicio de la crisis. Esta línea de acción se profundizó en 2013. En el frente convencional, se llevaron a cabo dos nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales, hasta situar el de las operaciones principales de financiación en el mínimo histórico del 0,25 % y el de la facilidad de depósito en el 0 %. En el frente no convencional, además de mantener la provisión abundante de liquidez a largo plazo, a partir del verano se puso en práctica una política activa de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*, en la terminología anglosajona). Más concretamente, el Consejo de Gobierno del banco central ha transmitido al público su expectativa de que los tipos de interés se mantengan en su nivel actual o en uno inferior por un período prolongado.

Las decisiones de política monetaria se han tomado en un contexto complejo, en el que la inflación, desde el 2 % registrado en enero de 2013, siguió una clara trayectoria descendente a lo largo del ejercicio, hasta situarse por debajo del 1 % tanto en el tramo final del año como en los primeros compases de 2014. En conjunción con las previsiones del propio BCE y del resto de los analistas, estos datos configuran un escenario en el que el crecimiento de los precios podría situarse a cierta distancia —por debajo— del umbral del 2 % durante un período relativamente prolongado. Aunque las expectativas de inflación a largo plazo continúan ancladas en valores compatibles con el objetivo marcado de estabilidad de precios, en un contexto en el que el grado de holgura de la economía de la UEM es alto, la persistencia de bajas tasas de inflación durante un período de tiempo dilatado aumenta el riesgo de que se puedan desanclar y supone un peligro para la sostenibilidad de la recuperación y un obstáculo añadido a la necesaria absorción de los desequilibrios internos que afectan a la UEM (véase recuadro 1.1). Por ello, el BCE continúa manteniendo un grado elevado de acomodación monetaria y ha reiterado su disposición a tomar medidas adicionales, tanto convencionales como no convencionales, en caso necesario.

En el transcurso de 2013, la inflación experimentó una acusada desaceleración tanto en España como en el conjunto de la UEM, situándose la variación interanual del IAPC en diciembre de 2013 en el 0,3 % y el 0,8 %, respectivamente. Esta trayectoria se ha prolongado en los meses transcurridos de 2014. Las previsiones de los analistas privados, las de organismos oficiales o las implícitas en las cotizaciones de mercados financieros suponen el mantenimiento de la inflación en niveles muy reducidos durante un período de tiempo prolongado (véase cuadro 1). En concreto, para el conjunto del área del euro, las proyecciones disponibles apuntan a un retorno muy lento a tasas próximas al 2 %, así como a un diferencial negativo entre España y la UEM. No obstante, las expectativas de inflación a más largo plazo se mantienen ancladas en torno a valores ligeramente inferiores a la referencia del 2 % (véase gráfico 1).

La reciente trayectoria descendente de la inflación se debe a la desaparición de algunos factores de naturaleza transitoria, ligados al proceso de consolidación fiscal, así como a la evolución de los precios de la energía y del tipo de cambio, aunque también a elementos de

carácter más permanente. Entre estos últimos, cabe destacar la moderación de los costes laborales por unidad de producto, así como un importante exceso de capacidad ociosa. La incidencia de estos factores ha sido mayor en España que en el conjunto de la UEM, como consecuencia del proceso de ajuste en curso en nuestro país para recuperar la competitividad perdida durante la etapa de expansión.

En este contexto de inflación muy reducida, ha cobrado relevancia el análisis de escenarios en los que pudieran producirse retrocesos en los precios y, en última instancia, procesos deflacionarios, con caídas de precios generalizadas y sostenidas. En este sentido, los indicadores de difusión muestran que los retrocesos de precios no están demasiado extendidos ni en España ni en el área del euro (véase gráfico 2)¹, si bien han aumentado durante el año 2013, aunque sin alcanzar todavía los valores máximos observados a finales

1 Estos indicadores miden el porcentaje de las partidas del IAPC, ponderadas por el gasto y en términos ajustados de estacionalidad, que presentan caídas intermensuales.

1 PREVISIONES DE INFLACIÓN

España	2014	2015	2016
<i>Consensus Forecast</i> (abril de 2014)	0,3	1,0	1,5
Comisión Europea (febrero de 2014)	0,3	0,9	—
FMI (abril de 2014)	0,3	0,8	0,9
UEM			
BCE (marzo de 2014)	1,0	1,3	1,5
<i>Consensus Forecast</i> (abril de 2014)	0,9	1,3	1,5
Comisión Europea (febrero de 2014)	1,0	1,3	—
FMI (abril de 2014)	0,9	1,2	1,3
Contratos de <i>swap</i> de inflación (24 de abril de 2014)	1,0	1,2	1,4

1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



FUENTE: Eurostat.

a Obtenido a partir de los contratos de *swap* de inflación.

b Las previsiones de *Consensus Forecast* a partir del tercer año solo se actualizan en abril y octubre de cada año.

de 2009 y principios de 2010. No obstante, a diferencia de aquel período, la reciente ralentización de los precios está siendo especialmente relevante en el caso de los precios de los servicios, que, al ser particularmente intensivos en empleo, se han visto más afectados por la moderación salarial y las mejoras de productividad.

En todo caso, a la hora de evaluar escenarios de caídas sostenidas de precios es necesario distinguir entre las implicaciones para el conjunto del área del euro y las de España. Un retroceso de los precios en un país miembro del área del euro podría reflejar el ajuste de precios relativos necesario para la corrección de algunos de sus desequilibrios. En este sentido, cabe señalar que las perturbaciones originadas en desarrollos positivos por el lado de la oferta conllevan caídas de precios de naturaleza benigna, al venir acompañadas de mayores niveles de producto y ocupación. Entre estas, cabe destacar las ligadas a reformas estructurales que mejoren la productividad de la economía o que incrementen el grado de competencia en los mercados de productos y factores². Por el contrario, las perturbaciones de demanda contractivas pueden ser más perniciosas, al combinar retrocesos en los precios y en la actividad, y, si se retroalimentan, pueden originar una espiral deflacionista.

Una situación de caída generalizada y persistente de los precios puede limitar el dinamismo de la actividad por diversos canales. En primer lugar, la expectativa de mantener una inflación reducida presiona al alza el tipo de interés real esperado, lo que lleva a posponer el gasto privado. Además, si, como sucede actualmente, los tipos de interés nominales están próximos a cero, la capacidad de la política monetaria convencional para corregir este efecto queda muy limitada. En segundo lugar, al estar los contratos de deuda

especificados en términos nominales, los retrocesos de precios aumentan el coste en términos reales de su servicio, lo que es particularmente relevante en países como España, donde el volumen de deuda de familias y de empresas es todavía elevado. Por último, y con carácter más general, una inflación muy baja en el conjunto del área del euro dificulta el logro de ganancias de competitividad respecto al conjunto por parte de un país individual.

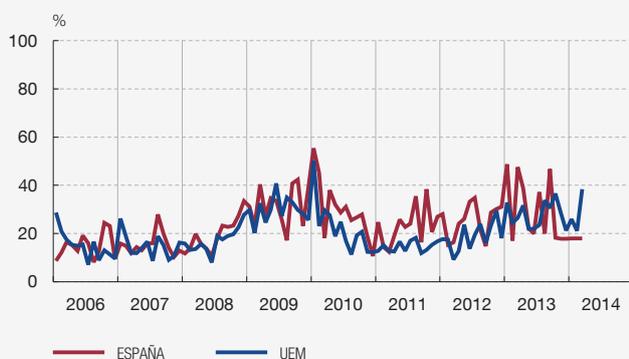
En cualquier caso, un escenario de inflación muy moderada puede desencadenar efectos especialmente adversos si genera un desancaje de las expectativas de inflación a largo plazo que reduzca la efectividad de la política monetaria, aumentando los tipos de interés reales. No obstante, en la actualidad ni los hogares europeos parecen esperar retrocesos de los precios de consumo (véase gráfico 3) ni las expectativas de inflación a largo plazo se alejan del 2 %.

El modelo de equilibrio general BEMOD, estimado para España y el resto del área del euro, permite analizar la probabilidad de diferentes escenarios de evolución de los precios en torno a las predicciones del Eurosistema. En particular, se puede evaluar con qué probabilidad se podrían observar tasas de inflación moderada (inferior al 1 % en el promedio de 2014) o bien caídas de precios de cierta intensidad (tasas por debajo de -1 %)³. Las estimaciones realizadas muestran que los escenarios de inflación inferior al 1 % son muy probables, especialmente en España, mientras que los escenarios con caídas

2 Véanse J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*. Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación, y el recuadro 1.2 en este mismo capítulo.

3 La interpretación de los resultados requiere tener en cuenta que las simulaciones realizadas incorporan la restricción de que los tipos de interés nominales no pueden ser negativos (*zero lower bound*), si bien no consideran la posibilidad de implementar medidas de política monetaria no convencional. Adicionalmente, en estos ejercicios no se tiene en cuenta el canal de deflación de deuda, por lo que se podría estar infraestimando el coste total de las caídas generalizadas y sostenidas de precios. Por último, para tener en cuenta la dependencia de las perturbaciones estructurales se emplean técnicas de remuestreo (*bootstrapping*).

2 INDICADORES DE DIFUSIÓN. PORCENTAJE DE GASTO (a)



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

a Calculado sobre series ajustadas de estacionalidad.

3 EXPECTATIVAS DE CAÍDAS DE PRECIOS EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES
Encuestas de opinión de la Comisión Europea



de precios superiores al 1 % son bastante poco probables. Adicionalmente, para evaluar en qué medida un nivel de inflación algo más elevado en el conjunto de la UEM puede facilitar el ajuste competitivo necesario en España, se ha realizado un ejercicio alternativo en el que, como resultado de una política monetaria más expansiva, la inflación del área del euro aumenta 50 pb en 2014 y 2015, acercándose al objetivo del 2 % a finales de 2015. Bajo este nuevo escenario, la probabilidad de que la inflación española sea inferior al -1 % se reduce de manera apreciable.

En suma, la evidencia disponible parece señalar que la inflación va a permanecer en niveles reducidos durante un período de tiempo prolongado, pero que la probabilidad de generación de un proceso costoso de deflación en el momento actual es limitada. En cualquier caso, el proceso de ajuste en términos de competitividad todavía pendiente en algunas economías del área, como la española, se vería facilitado si la tasa de inflación de la UEM convergiera hacia su objetivo de largo plazo a un ritmo algo mayor que el anticipado actualmente.

En junio, ya cerrado este Informe Anual, el BCE adoptó un paquete muy amplio de medidas que incluían un nuevo recorte de los tipos oficiales de intervención; una serie de operaciones singulares de financiación a largo plazo diseñadas explícitamente para promover el crédito; la prolongación de la política de satisfacción plena de las peticiones de liquidez de las entidades hasta, al menos, diciembre de 2016; el final de la política de esterilización de las compras de activos realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), y la aceleración de los trabajos de preparación relacionados con la compra en firme de determinados activos procedentes de la titulización (ABS, en terminología inglesa).

Las condiciones financieras en la UEM han experimentado una clara mejoría, aunque no se puede hablar aún de normalidad

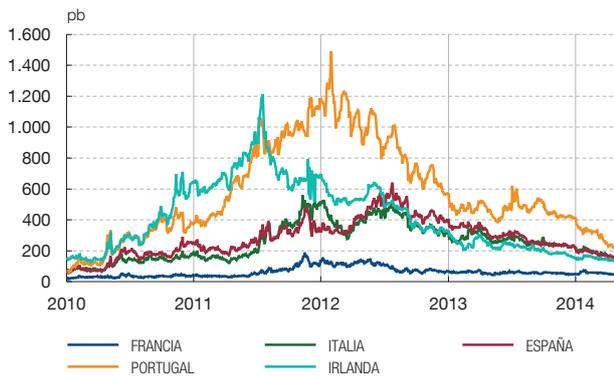
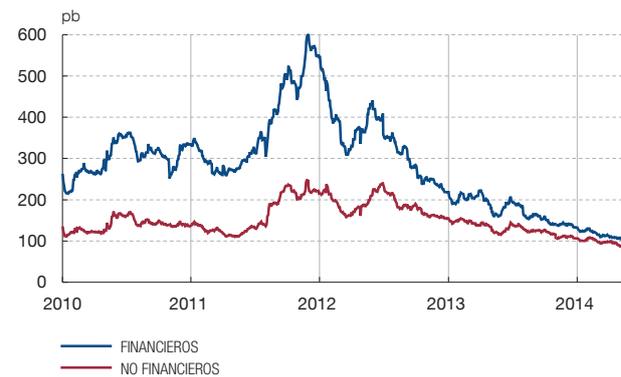
Los principales indicadores reflejan una evidente rebaja del grado de tensión en las condiciones financieras del área. Primas de riesgo, volatilidades o calificaciones crediticias han registrado, en general, mejoras importantes a lo largo de 2013 y en la parte transcurrida de 2014 (véase gráfico 1.2). La resistencia mostrada ante perturbaciones de carácter político o geoestratégico ha sido, asimismo, mayor que en etapas anteriores. Sin embargo, el proceso de restauración de la normalidad está siendo lento, dista aún de haberse completado y sigue estando expuesto al riesgo de nuevas perturbaciones. La negativa evolución del crédito, y en particular del concedido a las empresas, afecta no solo a las economías más severamente castigadas por la crisis, sino también al conjunto de la UEM, y dificulta el proceso de recuperación económica. Además, los diferenciales que todavía persisten en los costes de financiación vigentes en los distintos Estados miembros reflejan todavía un grado de fragmentación de los mercados financieros que no es compatible con el normal funcionamiento de una unión monetaria y que impide que los impulsos monetarios expansivos alcancen de manera eficaz las circunscripciones en las que son más necesarios.

3 El ajuste y la recuperación de la economía española

La mejoría del entorno exterior y la reducción del clima de inestabilidad financiera propiciaron el inicio de la recuperación de la economía española en la segunda mitad del año pasado

La economía española inició una mejora gradual a lo largo de 2013, de modo que, en el tercer trimestre, superó la recesión que había iniciado dos años antes, con avances modestos del PIB (véase gráfico 1.3). Este cambio de trayectoria, que ha continuado en los primeros meses de 2014, se vio propiciado también por el alivio de las tensiones financieras y por una mejora paulatina de la percepción sobre la situación del mercado laboral, que contribuyeron a reducir la incertidumbre y a aumentar la confianza. A todo ello se sumó un mayor gradualismo en la política de ajuste presupuestario, tras la decisión del Consejo Europeo de julio de retrasar en dos años la fecha para situar el déficit público por debajo del 3 % del PIB, lo que comportó una relajación del objetivo de déficit de 2 puntos porcentuales (pp) a mitad de año, desde el 4,5 % del PIB al 6,5 % del PIB.

DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A DIEZ AÑOS

BONOS CORPORATIVOS BBB.
SWAPS ASSETS SPREAD

MERCADO BURSÁTIL



INDICADOR DE ESTRÉS SISTÉMICO (CISS)



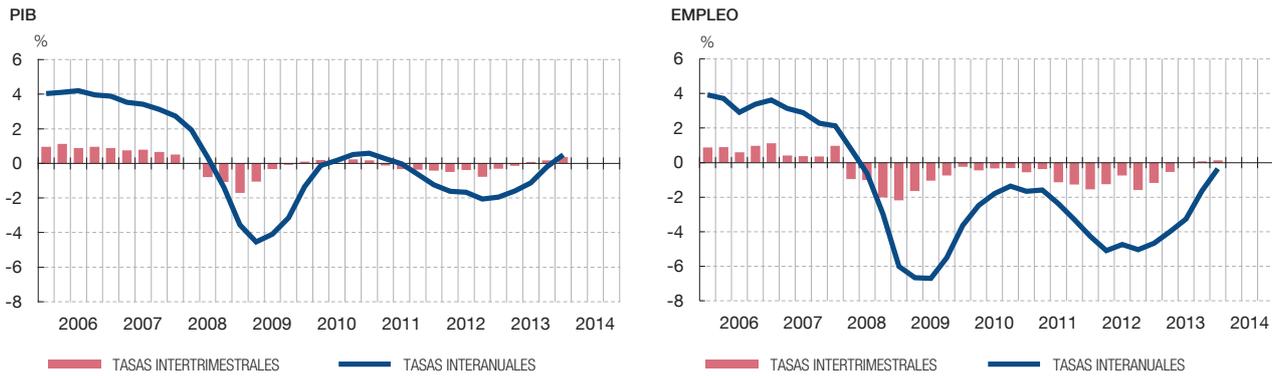
FUENTES: Banco Central Europeo, JP Morgan y European Systemic Risk Board.

Pese al perfil de mejoría a lo largo del ejercicio, el PIB disminuyó un 1,2 % en 2013, en parte como consecuencia del efecto arrastre derivado del pronunciado descenso de la actividad al final de 2012. Desde la óptica del gasto, la demanda nacional retrocedió un 2,7 %, mientras que el sector exterior tuvo una aportación positiva de 1,5 pp, con lo que mitigó, por sexto año consecutivo, el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad (véase gráfico 1.4).

El reequilibrio entre la demanda externa y la demanda nacional se apoyó en la recuperación de la inversión en equipo y del consumo de los hogares

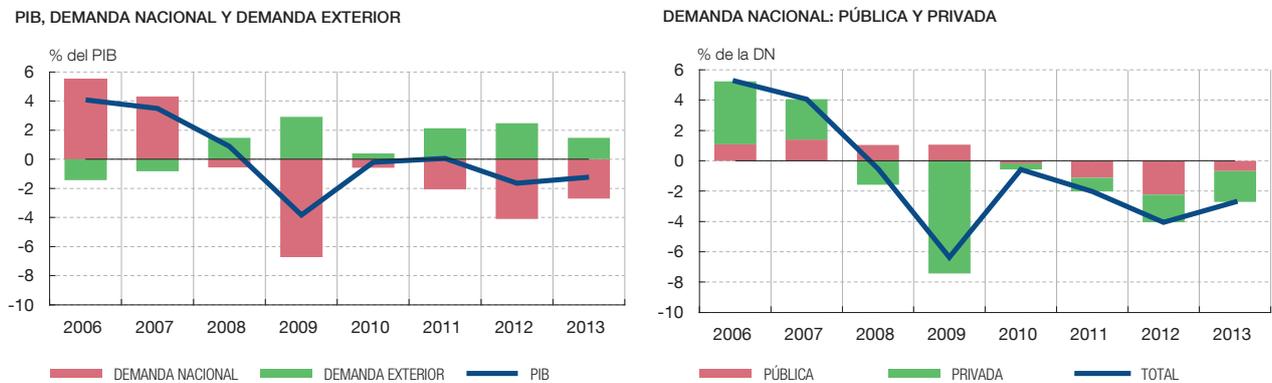
También la demanda nacional aminoró su ritmo de contracción a lo largo del año. Entre los componentes privados del gasto interno, la inversión en equipo inició una recuperación más temprana, ya a principios de año, a la que se sumó, a partir del segundo trimestre, el consumo de los hogares. A su vez, la inversión residencial mostró registros negativos durante todo el ejercicio, aunque a un ritmo cada vez más reducido, que situó su ritmo de descenso anual en el 8 % y su porcentaje en el PIB en el 4,4 % del PIB, un 65 % inferior al máximo cíclico de 2006. Finalmente, los componentes públicos del gasto (consumo e inversión públicos) aminoraron su contribución negativa a la actividad, en el contexto de suavización de los requisitos fiscales a mitad de año.

La mejora de la inversión empresarial se circunscribió al componente de bienes de equipo, que aumentó un moderado 2,2 %, apoyada en el mayor empuje de las exportaciones, la reducción de la incertidumbre, el incipiente alivio de las adversas condiciones de financiación y, por último, la mejora de la posición patrimonial de las sociedades no financieras,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

EVOLUCIÓN DEL PIB Y DE LA DEMANDA NACIONAL. APORTACIONES AL CRECIMIENTO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

cuya capacidad de financiación se elevó hasta el 4,3 % del PIB en 2013. Los recursos internos generados por el exceso de ahorro sobre inversión están ayudando a corregir el excesivo endeudamiento que ha prevalecido en los últimos años.

El consumo de las familias se recuperó en la segunda mitad de 2013, pese a lo cual en el promedio del año retrocedió un 2,5 %, tras dos años de caídas que habían sido singularmente intensas en el tramo final de 2012. La recuperación del consumo a lo largo del ejercicio se produjo en un contexto de ralentización de la caída de la renta disponible, que fue más acusada en términos reales debido a la moderada inflación en 2013, y de una evolución más favorable de la riqueza financiera de las familias. La tasa de ahorro interrumpió la pronunciada trayectoria descendente que había seguido desde 2009, con un nivel igual al del año anterior (10,4 % de la renta disponible) y similar también al promedio histórico.

La demanda exterior neta contribuyó, un año más, a atenuar el impacto contractivo de la demanda interna sobre el producto, aunque siguió una trayectoria descendente

Por su parte, la aportación positiva de la demanda exterior neta al PIB ascendió a 1,5 pp, como resultado de la pujanza de las exportaciones, ya que las importaciones se estabilizaron por la mejoría de la demanda final, tras haber experimentado una fuerte caída en 2012. El crecimiento de las exportaciones estuvo motivado tanto por las ventas de bienes al resto del mundo, que se expandieron más de lo que lo hicieron los mercados de destino, como por las exportaciones de servicios turísticos, en un año excepcional

para el sector, en el que los ingresos por este concepto registraron un máximo histórico. Las ganancias de competitividad desempeñaron un papel muy relevante en ambos desarrollos, como se comenta a continuación.

Con todo, la contribución del sector exterior fue más reducida que la de los dos años precedentes, y mostró una trayectoria descendente a medida que se fueron desacelerando las exportaciones, tras el debilitamiento de las economías emergentes, y repuntaron las compras al resto del mundo, conforme se producía la recuperación de los componentes de la demanda final con mayor contenido importador (exportaciones e inversión en equipo).

La secuencia de reactivación de los distintos componentes del gasto —primero las exportaciones, después la inversión empresarial y, por último, el consumo de los hogares— suministra un buen punto de partida para afianzar la recuperación. Sin embargo, su consolidación requiere que se den las condiciones para que el gasto de las familias y de las empresas pueda crecer de forma sostenida, lo que, en las actuales circunstancias, depende fundamentalmente del dinamismo del empleo.

El ritmo de descenso del empleo se fue aminorando a lo largo del ejercicio, hasta repuntar levemente en los meses finales, por primera vez desde el segundo trimestre de 2008...

El empleo moderó su ritmo de descenso en 2013, hasta el 3,4 % (4,8 % el año anterior), tasa en todo caso muy influida por el negativo comportamiento de la ocupación en el tramo final de 2012. De hecho, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se fue atenuando a lo largo del año, hasta mostrar una leve creación de empleo en los meses finales del ejercicio, por primera vez desde el segundo trimestre de 2008. Esta progresiva mejoría tuvo un carácter bastante generalizado por ramas de actividad, aunque fue más acusada en algunas ramas de servicios de mercado, y ha continuado en la parte transcurrida de 2014.

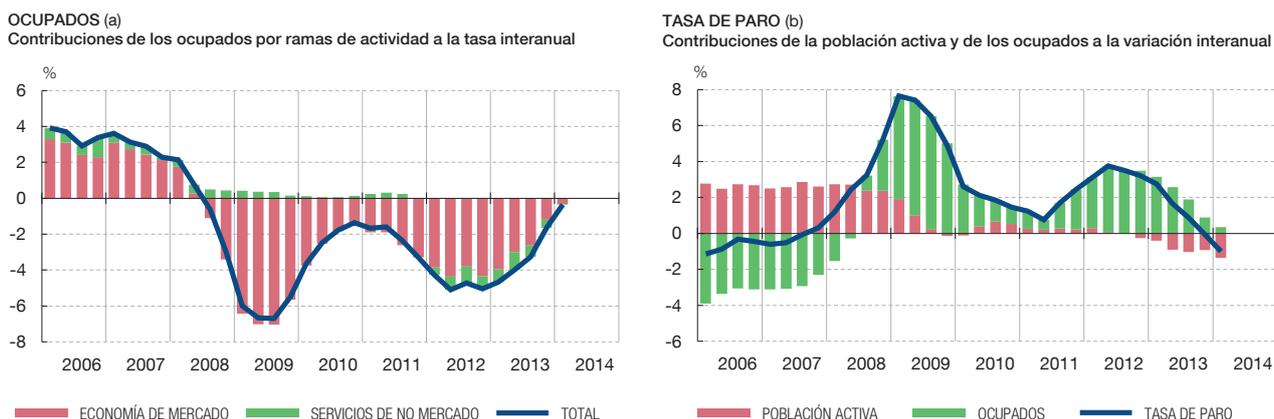
... y la tasa de paro comenzó a reducirse a partir del primer trimestre, hasta cerrar el año en el 25,7 %. El nivel de paro, su composición y su persistencia indican que el ajuste por realizar es de gran alcance

La tasa de paro inició una trayectoria descendente en el primer trimestre, desde un nivel del 26,9 % de la población activa (cifra que representaba algo más de seis millones de parados) hasta el 25,9 % en los meses iniciales de 2014. Esta evolución del desempleo se vio asimismo favorecida por la contracción de la oferta laboral, que disminuyó un 1,1 % (tras su estabilización en el ejercicio precedente) como resultado de la caída de la población en edad de trabajar y de una ligera disminución de la tasa de actividad, por primera vez desde el inicio de la crisis. El descenso de la población activa alcanzó mayor intensidad entre los extranjeros (-5,5 %), aunque también afectó, por primera vez, a los nacionales (-0,6 %) (véase gráfico 1.5).

Con todo, al concluir el año apenas se había modificado la composición del desempleo por grupos de edad y de cualificación, de modo que las tasas de paro más elevadas se localizaban entre los más jóvenes y con menor nivel de formación. A su vez, el ligero repunte de los flujos de salida del desempleo en la segunda mitad de 2013 se concentró entre los desempleados con menos de un año en esa situación, con lo que la incidencia del paro de larga duración siguió una trayectoria ascendente a lo largo del ejercicio, alcanzando una tasa del 61,6 % en el primer trimestre de este año. El nivel de paro, su composición y su persistencia son indicativos de la considerable magnitud del problema pendiente.

La consolidación de la recuperación requiere que se complete la corrección de los desequilibrios todavía presentes

El escenario de recuperación que finalmente se ha ido configurando durante el último ejercicio, tras superar la aguda contracción de la doble recesión, está estrechamente ligado al avance en los procesos de corrección de los desequilibrios que colocaron a la economía española en una posición de extremada vulnerabilidad ante la crisis internacional, y particularmente ante la crisis de la deuda soberana de la UEM. Desde este punto de partida, la sostenibilidad de la demanda y la consolidación de la recuperación dependen



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Empleo equivalente a tiempo completo de la Contabilidad Nacional Trimestral.
- b Las series de la EPA siguen la metodología del año 2005, actualizadas con el censo de 2011.

de que la creación de empleo vaya ganando solidez y de que se completen los ajustes todavía pendientes en los restantes desequilibrios.

3.1 CONSOLIDACIÓN FISCAL

A mitad de año se moderó la intensidad del ajuste presupuestario tras la decisión de las autoridades europeas de acompañar los objetivos de déficit en mayor medida a la situación cíclica

En 2013 continuó el proceso de consolidación fiscal, con un objetivo inicial de déficit para el conjunto de las AAPP del 4,5% del PIB, que suponía una reducción de 2,3 pp con respecto al del año previo, cifrado en el 6,8% del PIB (una vez que se descuentan las ayudas a las instituciones financieras). A mitad de año, no obstante, el Consejo Europeo acordó acompañar mejor los objetivos de déficit a la debilidad de la situación cíclica, lo que comportó un mayor gradualismo en la instrumentación de la política de ajuste presupuestario. En España, esta decisión supuso una relajación del objetivo de déficit para 2013, que quedó establecido en el 6,5% del PIB. Para el período 2014-2016, los nuevos objetivos se cifraron en el 5,8%, el 4,2% y el 2,8% del PIB, respectivamente. La Actualización del Programa de Estabilidad que remitió el Gobierno a la Comisión Europea el pasado 30 de abril corroboró estos objetivos, si bien planteó una reducción del déficit de las AAPP en 2014 algo más ambiciosa, al fijarlo en el 5,5% del PIB.

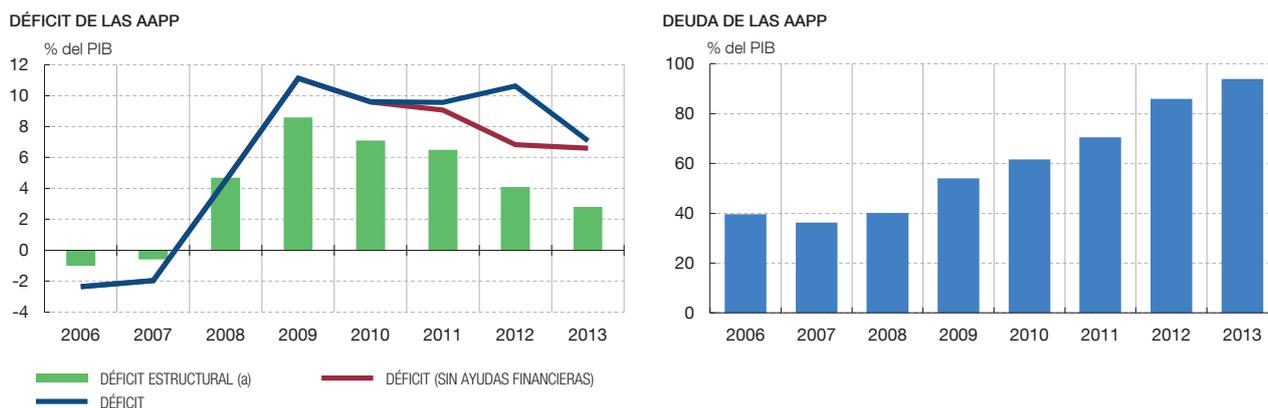
La ejecución presupuestaria tuvo como referente los compromisos de información y seguimiento que emanan del marco vigente de reglas fiscales

Por otra parte, 2013 fue el primer año completo en el que se comenzaron a aplicar los mecanismos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera para el seguimiento de la ejecución presupuestaria, así como los destinados a asegurar el cumplimiento de los objetivos establecidos por todas las AAPP. Además, en 2013 se prolongó el plan de pago a proveedores, que finalizó en febrero de 2014, y que habría inyectado desde mitad de 2012 algo más de 43 mm de euros. Por último, al concluir el año se completó el marco de reglas fiscales nacionales, con la creación de la «Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal».

El déficit de las AAPP se contrajo hasta el 6,6%, en un contexto macroeconómico complicado, marcado por la debilidad cíclica y por el aumento de los pagos por intereses

De acuerdo con estos condicionamientos, en 2013 se prolongó el esfuerzo de ajuste fiscal, mediante una reducción del saldo primario estructural del 1,6% del PIB, que tuvo menor intensidad que en años anteriores (3 pp en 2012). La disminución del déficit se volvió a ver dificultada por la debilidad cíclica y por el peso creciente de los pagos por intereses (que se elevaron hasta el 3,4% del PIB), con lo que la necesidad de financiación de las AAPP se contrajo hasta el 6,6% del PIB (cifra neta de las ayudas a las instituciones financieras), una décima superior al objetivo fijado en julio (véase gráfico 1.6).

Por subsectores, la reducción del déficit público reflejó el ajuste realizado por las CCAA y las CCLL (de tres y dos décimas del PIB, hasta saldos del -1,5% y del 0,4% del PIB,



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Comisión Europea (AMECO).

a Estimación de la Comisión Europea (AMECO, primavera de 2014).

respectivamente), con un superávit superior en el último caso al programado cuando se establecieron los objetivos. A su vez, el agregado de la Administración Central y de la Seguridad Social excedió en tres décimas del PIB el déficit objetivo, con un cierre de año que quedó situado en el 5,5 % del PIB. Por componentes, la leve disminución de las necesidades de financiación de las AAPP se produjo principalmente como resultado del avance de la recaudación por imposición indirecta tras la elevación del IVA el año anterior y la introducción de otras figuras tributarias vinculadas a la fiscalidad medioambiental, si bien su impacto fue de magnitud inferior al previsto inicialmente. No se avanzó en cambio en la reducción del gasto público, pues el aumento de los pagos por intereses y de las prestaciones sociales no se pudo compensar con el ajuste de algunas partidas relacionadas con el consumo público y con el de los gastos de capital. A su vez, la ratio de deuda pública se elevó significativamente, desde el 85,9 % del PIB en 2012 hasta el 93,9 % el año pasado.

3.2 RECUPERACIÓN DE LA COMPETITIVIDAD

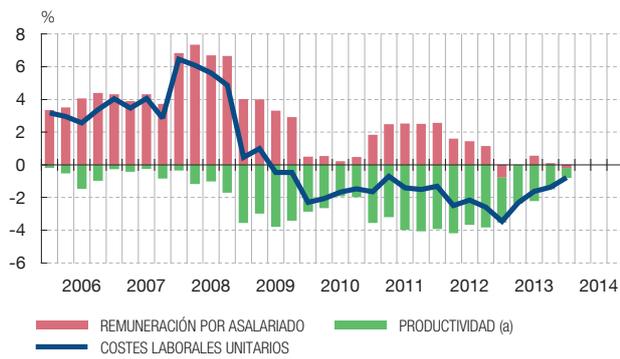
La recuperación de la competitividad recibió un nuevo impulso en 2013, como consecuencia de la moderación de los costes laborales y de los precios

Los costes laborales unitarios (CLU) de la economía de mercado experimentaron un descenso del 2,2 % en media anual, como resultado de la estabilización de la remuneración por asalariado de la economía de mercado y de un avance de la productividad inferior a la del año precedente (véase gráfico 1.7). La disminución de los CLU para el total de la economía fue algo más reducida (-1,6 %), debido al efecto base que motivó el descenso de los salarios públicos en diciembre de 2012. En conjunto, esta evolución supuso el cierre de la brecha que se abrió entre las tasas de variación de los costes laborales de España y las de la UEM durante la fase expansiva, que había redundado en abultadas pérdidas de competitividad. A diferencia de lo observado en los primeros años de la crisis, en 2013, como ya había ocurrido el año anterior, la corrección de los CLU basculó más sobre el ajuste de costes laborales y menos sobre los incrementos de la productividad, pues estos últimos se fueron moderando a medida que lo iba haciendo el ritmo de destrucción de empleo.

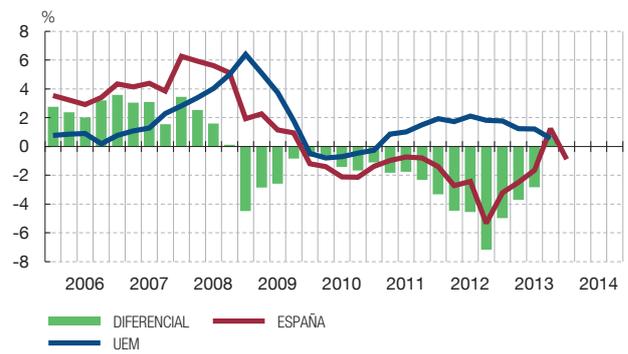
Los costes laborales reflejaron la pauta de mayor moderación salarial, derivada, en parte, del aumento de la flexibilidad interna que proporciona el nuevo marco laboral

Los costes laborales intensificaron en 2013 la pauta de moderación salarial que se había ido perfilando en 2012, reflejando posiblemente el aumento de la sensibilidad del proceso de determinación salarial a la situación específica de las empresas en respuesta a la ampliación de las posibilidades de flexibilidad interna que generó la entrada en vigor de la reforma laboral. En la negociación colectiva se observaron menores incrementos salariales pactados y una reducción del número de convenios que incorporan cláusulas de

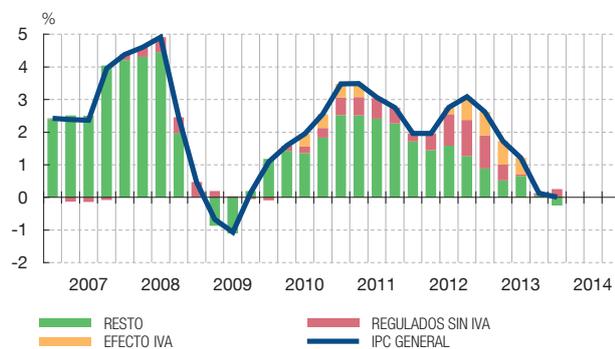
COSTES LABORALES UNITARIOS EN ECONOMÍA DE MERCADO
Tasas interanuales



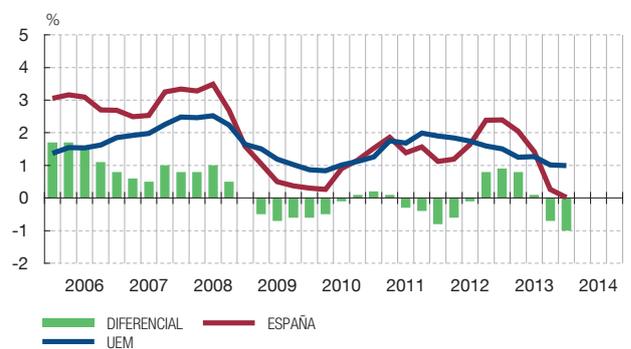
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL (IPC)
Contribuciones a la tasa interanual



ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS NO ELABORADOS
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales cambiadas de signo.

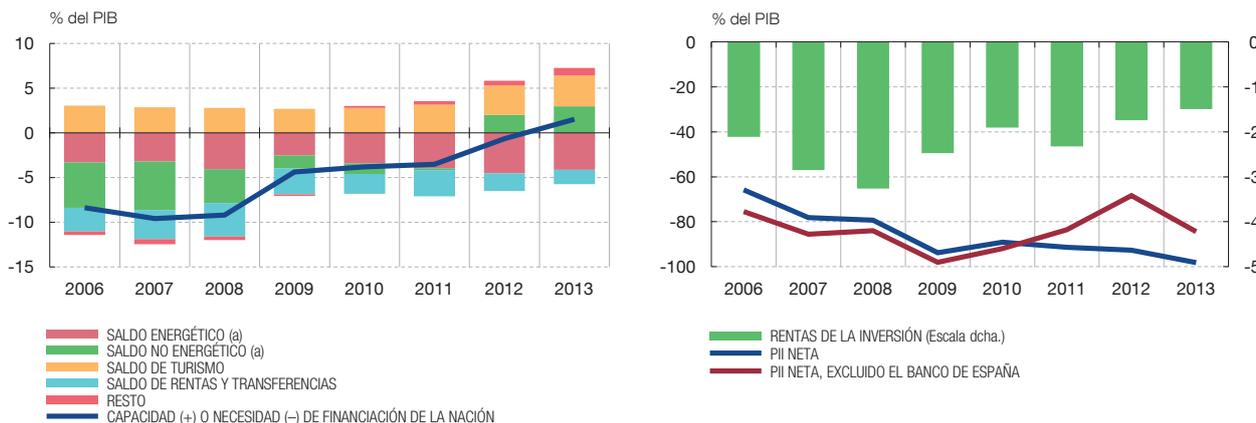
indexación y de su cuantía, a la vez que la deriva salarial (diferencia entre los incrementos en los salarios de convenio —aumentados, en su caso, por el efecto de las cláusulas a la inflación— y la tasa de variación de la remuneración por asalariado) volvió a ser negativa. Esta última variable puede considerarse como un indicador indirecto del efecto de otros aspectos de la reforma laboral, sobre los que no se dispone de información precisa (como pueden ser el uso efectivo de las posibilidades de inaplicación de convenios colectivos o de la modificación de las condiciones laborales). Como resultado de todo ello, los salarios reales medios experimentaron un ligero retroceso.

Y la inflación se mantuvo en cotas muy reducidas, a medida que fueron desapareciendo los efectos de las subidas de precios administrados y de la imposición indirecta en 2012

La tasa de inflación acusó una marcada reducción a lo largo del ejercicio, a medida que se fueron cancelando los efectos base del alza de algunos precios administrados y de la subida del IVA en septiembre de 2012. Descontando estos efectos, durante todo el año prevaleció una situación de casi estancamiento del nivel general de precios, que ha continuado en la parte transcurrida de 2014.

Se observa un aumento de la sensibilidad de la formación de costes y precios a la situación cíclica...

Este cambio en la dinámica de los precios refleja un aumento de la sensibilidad de la formación de precios a las condiciones cíclicas y adquiere especial relevancia en el caso de los servicios, donde la desaceleración de precios está siendo más pronunciada, tras haber constituido en el pasado el principal foco de las tensiones inflacionistas. Esta evolución parece confirmar una mayor adecuación de los precios de venta a los costes soportados y a las condiciones concretas del ciclo económico.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Aduanas y Banco de España.

a El saldo energético y el no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.

... y ha continuado la recuperación de márgenes empresariales

El elevado grado de tensión financiera en estos últimos años habría reforzado la recuperación de márgenes en esta fase del ciclo al inducir a determinadas empresas a paliar los efectos derivados de unas condiciones restrictivas de acceso a la financiación externa mediante la generación de recursos propios. La ampliación de márgenes se habría visto favorecida por la pervivencia de un grado insuficiente de competencia en algunos sectores. En todo caso, la generación interna de recursos debe facilitar el impulso del incipiente ciclo inversor.

En conjunto, el diferencial de precios se ha vuelto favorable a la economía española

En conjunto, en los últimos años se ha producido una notable reducción del diferencial de inflación entre España y los países de la Unión Monetaria, que ha pasado de 1 pp en el promedio 1998-2007 a 0,2 pp en la fase recesiva. La compresión de esta brecha ha sido de intensidad similar en términos del IPSEBENE. Desde septiembre del año pasado, la inflación española se viene situando de forma sistemática por debajo de la del área del euro (con un diferencial promedio de $-0,6$ pp), asegurando la continuidad del ajuste de precios relativos incluso en las difíciles condiciones creadas por la baja inflación europea (véase recuadro 1.1).

El proceso de devaluación interna está ejerciendo un efecto muy favorable sobre los intercambios de la economía española con el exterior

La recuperación de la competitividad tuvo un impacto positivo sobre los intercambios comerciales con el exterior, de modo que en 2013 se registró superávit por cuenta corriente por primera vez desde 1997 (del 0,8% del PIB, frente a un déficit del $-1,2$ % del PIB en 2012). Este resultado obedeció a la mejora de prácticamente todos sus componentes, aunque de forma destacada —como viene ocurriendo desde 2007— del saldo comercial no energético, lo que representa un avance muy significativo en el necesario proceso de reequilibrio externo (véase gráfico 1.8). Con todo, la elevada dependencia de la energía importada sigue ejerciendo una influencia negativa sobre el saldo exterior. En la línea de las dificultades también hay que señalar el persistente déficit de la balanza de rentas, vinculado al alto nivel de la posición de inversión internacional (PII). Para alcanzar un equilibrio exterior duradero es necesario, por tanto, que el superávit en el comercio de bienes no energéticos y de servicios compense el peso deficitario que ejercen estas dos últimas partidas de la balanza de pagos.

3.3 LA REESTRUCTURACIÓN Y EL SANEAMIENTO DEL SISTEMA BANCARIO

El capítulo 2 de este Informe analiza con detalle las implicaciones del aumento del endeudamiento de la economía española previo a la crisis, que en un sistema fuertemente bancarizado como el nuestro se reflejó en una expansión de los balances de las entidades de

La crisis afectó de manera severa a un sector que estaba sobredimensionado y muy expuesto a la actividad inmobiliaria...

... y obligó a poner en marcha un proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento del sistema bancario y de reforma de sus marcos regulatorio y supervisor

A comienzos de 2014 concluyó con éxito el programa europeo para la recapitalización bancaria, que ha supuesto cambios profundos en la dimensión y la posición patrimonial del sistema...

crédito y que se tradujo igualmente en una elevada concentración de los riesgos en actividades productivas ligadas al mercado inmobiliario. Ambas (expansión y concentración de riesgos) situaron a las entidades en una posición de vulnerabilidad ante perturbaciones macroeconómicas adversas, y en particular ante aquellas que pudieran afectar en mayor medida al mercado inmobiliario. La incidencia de la crisis en la situación financiera y patrimonial del sistema bancario fue muy heterogénea entre las entidades.

Para hacer frente a los efectos de la crisis se puso en marcha un proceso de reforma en profundidad del sistema bancario, que se ha ido ajustando al devenir de los acontecimientos y que se ha articulado en torno a cuatro grandes líneas de acción: la reestructuración del sistema, su recapitalización, el saneamiento de sus balances, y la revisión y reforma de los marcos regulatorio y supervisor.

Algunas de estas actuaciones requirieron la movilización de un volumen importante de fondos públicos, en un momento en el que las tensiones financieras y el consiguiente grado de fragmentación de los mercados impidieron su obtención a precios razonables en los mercados, por lo que el Gobierno español solicitó formalmente asistencia financiera en el verano de 2012, que fue concedida a través de un programa europeo sectorial para la recapitalización de una parte del sistema bancario. El programa contemplaba una disponibilidad máxima de 100 mm de euros, aunque solo se utilizaron 41 mm, y se formalizó con la firma de un Memorando de Entendimiento en el que se plasmaron las principales medidas en las que se ha materializado el proceso de reforma desde entonces.

La valoración positiva que las autoridades competentes realizaron del cumplimiento de las condiciones del memorando permitió dar por concluido el programa al comienzo de 2014. Con la culminación de esta etapa se ha completado un proceso que ha transformado profundamente el sistema bancario español.

En comparación con la situación que existía en 2007, el número de entidades de crédito se ha reducido un 17 %; el de sus oficinas, un 22 %; y el de empleados en el sector, un 15 %. Estos ajustes, que de acuerdo con los calendarios previstos en los planes de reestructuración de algunas entidades continuarán profundizándose, se han concentrado singularmente en las cajas de ahorros, que se vieron muy afectadas por la crisis y se encontraron muy limitadas en su capacidad de reacción por su particular forma jurídica, por lo que tuvieron que traspasar su actividad de intermediación financiera a entidades bancarias. La exposición neta del conjunto del sistema al sector inmobiliario se ha reducido a menos de la mitad, mediante un aumento sustancial de las provisiones requeridas (los RDL 2/2012 y 18/2012 supusieron un incremento de provisiones equivalente a aproximadamente la quinta parte de la exposición neta previa) y, en el caso de las entidades que contaron con ayudas públicas para recapitalizarse, mediante el trasvase de los activos frente a promotores y de los inmuebles adjudicados a una nueva entidad de capital mayoritariamente privado creada a tal fin en el marco del memorando: la Sareb.

El esfuerzo en términos de la recapitalización de las entidades ha sido también importante. En 2012 se realizó, por parte de una consultora externa independiente, una prueba de resistencia para estimar los fondos necesarios para reforzar el capital de cada entidad individual. Participaron 17 grupos de entidades, representativas del 90 % del total de los créditos del sistema, y en 10 de ellos (con un peso relativo en el mercado de crédito del 34 %) se exigió un aumento de los recursos propios. Dos grupos fueron capaces de cubrir esas exigencias por sus propios medios y los ocho restantes contaron con ayudas

públicas aportadas por el FROB y financiadas a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), en el marco del programa de apoyo financiero para la recapitalización bancaria. Sumando esas aportaciones a las realizadas en años anteriores por el FROB y por el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGDEC), el importe total de las inyecciones públicas en forma de capital a lo largo de la crisis ha ascendido a 61 mm de euros. Adicionalmente, a través de actuaciones privadas las entidades han elevado su capital en otros 53 mm de euros, por lo que el esfuerzo de recapitalización realizado pública y privadamente ha superado el 11 % del PIB. Entre estas actuaciones privadas cabe destacar el papel desempeñado por los ejercicios de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de la deuda subordinada.

... y reformas de su marco de regulación y supervisión

También ha tenido lugar una importante reforma de la regulación y la supervisión bancarias con el objetivo último de reducir el riesgo de crisis futuras y de proteger mejor a los contribuyentes y a la economía de sus eventuales consecuencias. Se ha establecido, así, un nuevo marco de gestión y resolución de crisis bancarias, en el que se agilizan los procesos de intervención por parte del Banco de España, se delimitan las competencias del FROB y del FGDEC y se amplían las herramientas disponibles en todas las fases de la crisis. Se ha reformado igualmente el marco legal de las cajas de ahorros, que la crisis reveló que adolecía de algunas debilidades importantes, y se han endurecido los requerimientos de recursos propios a las entidades, fijándose, durante 2013 y 2014, un nivel mínimo de capital principal del 9 %, por encima del umbral mínimo establecido por la regulación europea de capital, que ha adaptado los acuerdos de Basilea III. La reforma ha incluido también unas mayores exigencias de información sobre la exposición al sector inmobiliario y sobre las operaciones de refinanciación, con el fin de incrementar el grado de transparencia de la actividad bancaria. Finalmente, se han revisado y modificado los procedimientos de supervisión, introduciendo una serie de cambios organizativos.

La reducción de la participación pública en el sistema, la compleción de la unión bancaria y las perspectivas macroeconómicas establecen, no obstante, nuevos retos para el sector

El proceso de salida del FROB (y del FGDEC) del capital de los bancos apoyados públicamente avanzó también a lo largo de 2013 y la parte transcurrida de 2014. Banco de Valencia, Banco Gallego y NCG han dejado ya de estar participados por estos dos fondos y un 7,5 % del capital de Bankia fue igualmente vendido a inversores institucionales, mayoritariamente no residentes, a comienzos de este año. La venta de las participaciones que todavía continúan en manos públicas es, en todo caso, uno de los retos a los que habrá de hacerse frente en este ámbito.

Del mismo modo, la puesta en marcha del proceso de unión bancaria en Europa y la consiguiente integración de las entidades y de la autoridad supervisora nacional en el MUS y en el MUR plantean retos organizativos no solo para los bancos españoles —y para el propio Banco de España—, sino también para todos los del Eurosistema. Como los plantea también el ejercicio de valoración global (*comprehensive assessment*, en la terminología anglosajona) al que se está sometiendo al conjunto de la banca europea, y que incluye una nueva prueba de resistencia, que el BCE está desarrollando en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea y con la participación de las autoridades supervisoras nacionales.

Por último, las perspectivas de crecimiento de la economía española a corto y medio plazo conforman un escenario complejo para las entidades, que se enfrentarán a la necesidad de ganar eficiencia y competitividad en un contexto en el que no es descartable que los avances hacia la unión bancaria aumenten el grado de competencia dentro del área y en el que tendrán que seguir reforzando su capital en respuesta a las mayores exigencias de reguladores e inversores.

3.4 LA PROGRESIVA NORMALIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

La relajación de las tensiones en la UEM y los avances en el ajuste de la economía española han propiciado una mejora de las condiciones de financiación

Los flujos de financiación exterior se recuperaron, pero tendrán que seguir haciéndolo de manera sostenida para corregir la elevada posición deudora frente al resto del mundo

También deberá continuar el ajuste del sobreendeudamiento privado

En conjunción con la relajación de las tensiones en los mercados europeos, los avances en el ajuste de la economía española incidieron positivamente sobre la confianza de los inversores y se tradujeron en mejoras sustantivas en las condiciones de financiación de las entidades de crédito, de las AAPP y, aunque comparativamente en menor medida, de las empresas y de las familias españolas. Los costes de los fondos en los mercados mayoristas europeos en los que se financian el Tesoro, los bancos y las grandes empresas nacionales se redujeron. Y lo hicieron también, aunque de manera más moderada y en el tramo final del ejercicio, los de los préstamos bancarios. En términos de cantidades, el retroceso de la financiación al sector privado se moderó y se detectan signos de recomposición de los flujos financieros, en general, hacia las empresas que se encuentran en una posición más sólida y que están, por tanto, en mejor disposición para hacer un uso más eficiente de aquellos. En esta misma línea, tres de las principales agencias de calificación han revisado al alza en los primeros meses de 2014 su valoración de la calidad crediticia del soberano español. Con todo, la fragmentación de los mercados financieros del área no ha desaparecido aún, por lo que estas condiciones siguen resultando demasiado estrictas para el tono fuertemente acomodaticio de la política monetaria única y para las circunstancias específicas de la incipiente recuperación de la economía española.

La recuperación de la confianza de los inversores es visible también en la evolución de los flujos de financiación exterior de la economía española (véase gráfico 1.9). Dejando a un lado el papel compensador que desempeña el balance del Banco de España a este respecto, los datos de la cuenta financiera de la balanza de pagos muestran cómo, tras la salida de fondos por valor de más de 174 mm de euros que se registró en 2012, en 2013 tuvo lugar una entrada neta de recursos de casi 88 mm de euros. Las inversiones netas en cartera de los no residentes aumentaron en casi 44 mm durante ese ejercicio, frente a la contracción de más de 55 mm observada un año antes. No obstante, estos movimientos positivos en términos de flujos no deben ocultar que la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo continúa siendo demasiado elevada en comparación con los países de nuestro entorno y constituye un elemento de vulnerabilidad.

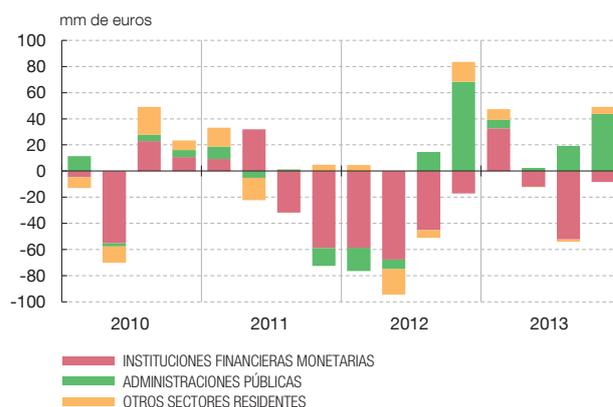
El ajuste de la posición de inversión internacional requiere mantener de manera sostenida el saldo positivo en nuestros intercambios con el resto del mundo, que refleja la capacidad de financiación de la nación que se registró en 2013 (equivalente al 1,5 % del PIB), la primera vez que se observa una cifra positiva desde 1997. El cambio de signo vino acompañado de un reajuste de gran magnitud en el saldo de los distintos sectores institucionales. Sociedades no financieras y familias han mostrado con la crisis fuertes incrementos en su capacidad de financiación, mientras que las necesidades de financiación de las AAPP han crecido de manera también sustancial. Desde esta perspectiva sectorial, es claro que la continuidad de los procesos de ajuste en marcha debe traducirse también en una mejora de la contribución del sector de las AAPP al saldo del conjunto de la economía.

En este sentido, 2013 supuso también algunos avances en la corrección del sobreendeudamiento privado, aunque el ajuste está siendo, en términos comparativos, algo más lento. El capítulo 2 de este Informe trata de manera monográfica el tema del endeudamiento de la economía española y, en ese marco, analiza de forma detallada cómo se está produciendo el ajuste y cuáles son los principales retos que plantea. Como allí se explica, tanto la situación cíclica de nuestra economía como la experiencia histórica disponible apuntan a que el crédito deberá todavía seguir el proceso de ajuste, si bien de manera cada vez más suave, hasta que la recuperación se consolide y permita un avance más dinámico de las rentas de las empresas y las familias. En consecuencia, el principal reto que se plantea

TRANSACCIONES NETAS



VARIACIÓN NETA DE PASIVOS, POR SECTORES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

en el corto plazo es cómo compatibilizar la contención del crédito a escala agregada con una recomposición de los flujos de nuevos fondos que permita asignarlos a aquellos usos con una mayor repercusión positiva sobre el crecimiento y el empleo. Aunque la evidencia disponible apunta a que esa recomposición podría estar ocurriendo ya, tiene sentido considerar posibles vías para acelerar y profundizar el proceso.

4 El legado de la crisis y el papel de la política económica española

El afianzamiento de la recuperación se enfrenta a retos importantes relacionados con el legado de la crisis

La economía ha dejado atrás la doble recesión y empieza a adentrarse en zona de crecimiento económico. La gradual mejora en la actividad ha venido acompañada de una corrección de los principales desequilibrios acumulados durante la anterior fase expansiva. Sin embargo, la consolidación de la recuperación se enfrenta a retos importantes relacionados con la profundidad de los efectos de la crisis. El nivel de desempleo y el endeudamiento de los sectores residentes son posiblemente los más relevantes, no solo por su gran magnitud, sino también porque previsiblemente su absorción requerirá un período de tiempo considerable. Con este trasfondo, la reactivación de la demanda interna se producirá a un ritmo más moderado que en otros episodios de recuperación.

El pesado legado de la crisis seguirá condicionando de manera importante la acción de la política económica, que deberá compaginar el desendeudamiento de los sectores público y privado —con las inevitables influencias restrictivas que ello comporta— con la continuidad de los ajustes de costes y precios relativos necesarios para seguir avanzando en la mejora de la competitividad e impulsar la reasignación de recursos hacia los sectores con mayor potencial de crecimiento en las nuevas condiciones económicas. El logro de avances en ambos terrenos se enfrenta a la dificultad añadida que comporta el escenario macroeconómico que prevalecerá en el horizonte más inmediato, dadas las previsiones sobre el mantenimiento de un período prolongado de tasas de inflación reducidas y de incrementos moderados de la productividad.

El margen para aplicar políticas macroeconómicas expansivas es muy reducido

El camino por recorrer en los ajustes pendientes y las limitaciones derivadas del elevado endeudamiento hacen que el margen para la aplicación de políticas macroeconómicas expansivas sea muy reducido. El tono de la política monetaria única es ya excepcionalmente expansivo y el espacio para adoptar medidas adicionales a escala del área del euro es limitado. Para la economía española lo más relevante es, sin embargo, la fragmentación

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	0,9	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,2
Consumo privado	-0,6	-3,7	0,2	-1,2	-2,8	-2,1
Consumo público	5,9	3,7	1,5	-0,5	-4,8	-2,3
Formación bruta de capital	-4,2	-18,3	-4,2	-5,6	-6,9	-5,2
Inversión en equipo	-2,9	-23,9	4,3	5,3	-3,9	2,2
Inversión en construcción	-5,8	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6
Vivienda	-9,1	-20,4	-11,4	-12,5	-8,7	-8,0
Otras construcciones	-1,6	-12,2	-8,4	-9,2	-10,6	-10,9
Exportación de bienes y servicios	-1,0	-10,0	11,7	7,6	2,1	4,9
Importación de bienes y servicios	-5,2	-17,2	9,3	-0,1	-5,7	0,4
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-0,6	-6,7	-0,6	-2,1	-4,1	-2,7
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	1,5	2,9	0,4	2,1	2,5	1,5
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-0,2	-6,2	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4
Tasa de ocupación (d)	65,4	60,8	59,7	58,8	56,5	55,6
Tasa de paro	11,3	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1
Remuneración por asalariado	6,9	4,2	0,4	1,3	0,2	0,7
Productividad aparente del trabajo	1,1	2,5	2,2	2,3	3,3	2,3
Costes laborales unitarios	5,7	1,6	-1,7	-1,0	-3,0	-1,6
Deflactor del PIB	2,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,6
Índice de precios de consumo (dic-dic)	1,4	0,8	3,0	2,4	2,9	0,3
Índice de precios de consumo (media anual)	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,9	-0,5	0,4	0,3	-0,1	0,2
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-9,2	-4,4	-3,8	-3,5	-0,6	1,5
Administraciones Públicas	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-4,5	-11,1	-9,6	-9,1	-6,8	-6,6
Hogares e ISFLSH	1,2	6,3	4,2	3,7	2,4	2,5
Empresas	-5,9	0,4	1,6	2,3	7,5	6,1
Instituciones financieras	1,8	1,3	0,9	1,9	6,4	1,8
Sociedades no financieras	-7,7	-0,9	0,7	0,3	1,1	4,3
Posición de inversión neta internacional	-79,3	-93,8	-89,1	-91,4	-92,7	-98,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	40,2	54,0	61,7	70,5	86,0	93,9
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	3,9	1,2	1,0	1,3	0,9	0,5
Tipo de la deuda pública a diez años	4,4	4,0	4,2	5,4	5,8	4,6
Tipo sintético del crédito bancario	6,2	3,8	3,3	4,1	4,1	4,1
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.278,3	1.042,4	1.076,5	971,8	767,5	879,8
Tipo de cambio dólar/euro	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	103,3	103,5	101,9	101,8	100,4	101,7
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	119,0	116,2	113,0	110,6	103,8	102,1
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	114,9	111,8	110,4	108,4	103,1	99,9
Financiación total de las familias	4,4	-0,3	0,2	-2,4	-3,8	-5,1
Financiación total de las empresas no financieras	8,2	-1,4	0,7	-1,9	-6,1	-5,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AMECO y Banco de España.

a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2008.

b Índices de volumen. Tasas de variación.

c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.

d Tasa de ocupación (16-64).

e Niveles, en porcentajes del PIB.

f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

g Base I TR 1999 = 100.

h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

que, a pesar de las medidas adoptadas, persiste en los mercados financieros de la UEM y que impide la correcta transmisión de los impulsos monetarios hacia las economías —como la española— más duramente afectadas por la crisis. Una actuación decidida sobre las causas que subyacen a esta fragmentación, que sobrepasan el ámbito puramente monetario, contribuiría a la normalización de las condiciones financieras que la recuperación de la economía española requiere.

La actuación en el terreno fiscal, a su vez, se halla constreñida por la imperiosa necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas como ingrediente imprescindible del desendeudamiento de la economía, como condición ineludible para el mantenimiento de la confianza y de los flujos de financiación externa.

La política fiscal debe seguir manteniendo como objetivo prioritario la reducción del déficit y la estabilización y posterior disminución del endeudamiento público

La revisión de la senda de ajuste presupuestario el verano de 2013 alivió la restricción presupuestaria en el corto plazo, pero desplazó una parte significativa del esfuerzo fiscal necesario para retornar a la estabilidad presupuestaria al período 2015-2016. Según las estimaciones de la última Actualización del Programa de Estabilidad, el esfuerzo fiscal que exigiría el cumplimiento de la senda de objetivos establecida, aproximado por la variación del saldo estructural primario, sería de alrededor de 2,5 pp, que se sumaría al ya realizado. Esta cifra ilustra el hecho de que el logro de los objetivos presupuestarios no puede fiarse únicamente a la mejoría de la situación cíclica. Según estas mismas estimaciones, solo el estricto cumplimiento de los objetivos programados permitiría detener la trayectoria ascendente de la ratio de deuda pública sobre el PIB a partir de 2015, tras haber alcanzado una ratio del 101,7% del PIB.

En este contexto tan complicado, la política económica debe mantener como objetivo prioritario la reducción del déficit público en la cuantía mencionada. El diseño de un programa de consolidación fiscal de medio plazo bien definido podría contribuir a anclar las expectativas y facilitar la implementación de las medidas necesarias para reconducir la trayectoria del déficit público hacia niveles más confortables.

La composición del ajuste fiscal puede desempeñar un papel relevante en la mejora del potencial de crecimiento a través de un sistema fiscal y de una estructura de gasto más eficiente

El proceso de consolidación fiscal debe venir acompañado también de la definición de una estructura de gastos e ingresos públicos más favorable al crecimiento económico. En el caso del gasto público, se encuentra en marcha un proceso de ajuste que se inició en 2012 con algunas actuaciones en materia de gasto sanitario y en educación, y que ha proseguido con la entrada en vigor de la reforma de la Administración Local, la Ley de Racionalización del Sector Público y otras medidas de reforma administrativa. La culminación de estas reformas resulta esencial para asegurar una contribución del sector público a la actividad económica más eficiente, sentar las bases para lograr un ajuste de carácter duradero en el gasto público y situar las finanzas públicas en una mejor posición para asegurar su sostenibilidad a medio y largo plazo. Este proceso ganaría en profundidad y coherencia si estuviese acompañado de una evaluación y revisión integral del gasto público del conjunto de las AAPP, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo.

En el ámbito de las pensiones, en 2013 se produjeron nuevos avances hacia su sostenibilidad a medio plazo tras la definición en diciembre del denominado «factor de sostenibilidad», que ya contemplaba la reforma de 2011, y la introducción del índice de revalorización de las pensiones. El factor de sostenibilidad, cuya entrada en vigor está prevista para 2019, permitirá incorporar la esperanza de vida en la determinación de las pensiones iniciales. A su vez, el índice de revalorización reemplazó la actualización automática de ese componente del gasto público según la inflación pasada por un nuevo procedimiento que tiene en cuenta la situación financiera de la Seguridad Social y que establece cláusulas suelo y

techo para la cuantía de la revalorización (del 0,25 % en el primer caso, como ha ocurrido para 2014, y del IPC aumentado en un 0,5 % en el segundo). La presupuestación del gasto en pensiones para 2014 (que supone una revalorización del 0,25 %) se ha realizado ya según este criterio.

En el terreno de los ingresos públicos, el Gobierno ha anunciado la aprobación de una reforma del sistema tributario en la segunda mitad de este año para que esté operativa a comienzos de 2015, en cumplimiento de los compromisos asumidos a escala europea. El objetivo de la reforma debería ser subsanar los problemas de los que adolece la tributación en España y que han alcanzado singular visibilidad durante la crisis. Entre los aspectos que se deberían revisar, cabe destacar, en primer lugar, la existencia de tipos legales de las principales figuras tributarias de nivel similar o superior a la media de otros países europeos pero con menor capacidad recaudatoria, lo que cabe atribuir a la amplia batería de beneficios fiscales existente y probablemente a la alta evasión fiscal. Y, en segundo lugar, una estructura tributaria sesgada hacia la imposición directa y las cotizaciones sociales, que resulta más perjudicial para el empleo y la competitividad. Es importante subrayar la necesidad de que los cambios impositivos que se introduzcan permitan, además de una mejora de la eficiencia del sistema tributario, que estos sean plenamente compatibles y coadyuven al proceso de consolidación presupuestaria.

Como paso previo a la adopción de la reforma, el Gobierno encargó a una Comisión de Expertos la elaboración de un informe, que fue publicado en marzo de 2014. Dicho informe plantea unas líneas de reforma que, en conjunto, tenderían a mejorar la eficiencia del sistema impositivo. En concreto, la propuesta descansa en la necesidad de aumentar el peso de la imposición indirecta, lo que permitiría acometer reducciones de magnitud equivalente de las cotizaciones sociales y de los impuestos directos que recaen sobre empresas y familias. Asimismo, propone la eliminación de bonificaciones, reducciones y exenciones fiscales, una mayor neutralidad entre los instrumentos de ahorro, reales o financieros, y la reducción de los incentivos fiscales relativos que actualmente existen a favor del endeudamiento.

El elevado grado de descentralización de las AAPP plantea retos específicos que deben abordarse

Uno de los rasgos destacados de las AAPP españolas es el elevado grado de descentralización de su gasto. Como consecuencia de ello, y como se ha puesto de manifiesto a lo largo de estos últimos años, la actuación de las CCAA resulta crucial tanto para el éxito del proceso de consolidación fiscal como para la definición de una estructura de ingresos y gastos públicos más eficiente. Por este motivo, el proceso de racionalización del gasto público debe contar con la colaboración activa de estas administraciones. Al mismo tiempo, resulta crucial el diseño de un esquema de ingresos públicos adecuado a sus responsabilidades de gasto. En este sentido, la reforma del sistema de financiación de las Administraciones Territoriales que se plantea para la segunda parte de 2014 debería mejorar el vínculo entre la gestión de los gastos y los recursos disponibles para financiarlos por parte de las CCAA.

Las reformas estructurales han de desempeñar un papel esencial para acelerar el ajuste y aumentar la capacidad de crecimiento a largo plazo

Dado el estrecho margen de actuación de las políticas de demanda, las reformas de los mercados de factores y productos constituyen el campo de acción primordial de la política económica para completar los ajustes, minimizar sus costes (véase recuadro 1.2) y contribuir así de manera eficaz a restablecer el potencial productivo de la economía. El ámbito de actuación de estas reformas se encuentra directamente relacionado con la capacidad de crecimiento tanto a largo como, incluso, a corto plazo, pues pueden influir en la remoción de los obstáculos que entorpecen la iniciativa empresarial, el aumento de la productividad, la reasignación de recursos entre sectores y la generación de empleo.

En el contexto actual, el margen para estimular la demanda agregada por medio de los instrumentos convencionales de política monetaria (reducciones de tipos de interés) y fiscal (saldos contracíclicos) es escaso. Por ello, una de las principales opciones de política económica para revitalizar la actividad es la aplicación de reformas estructurales que hagan más eficientes y competitivos los mercados de productos y factores.

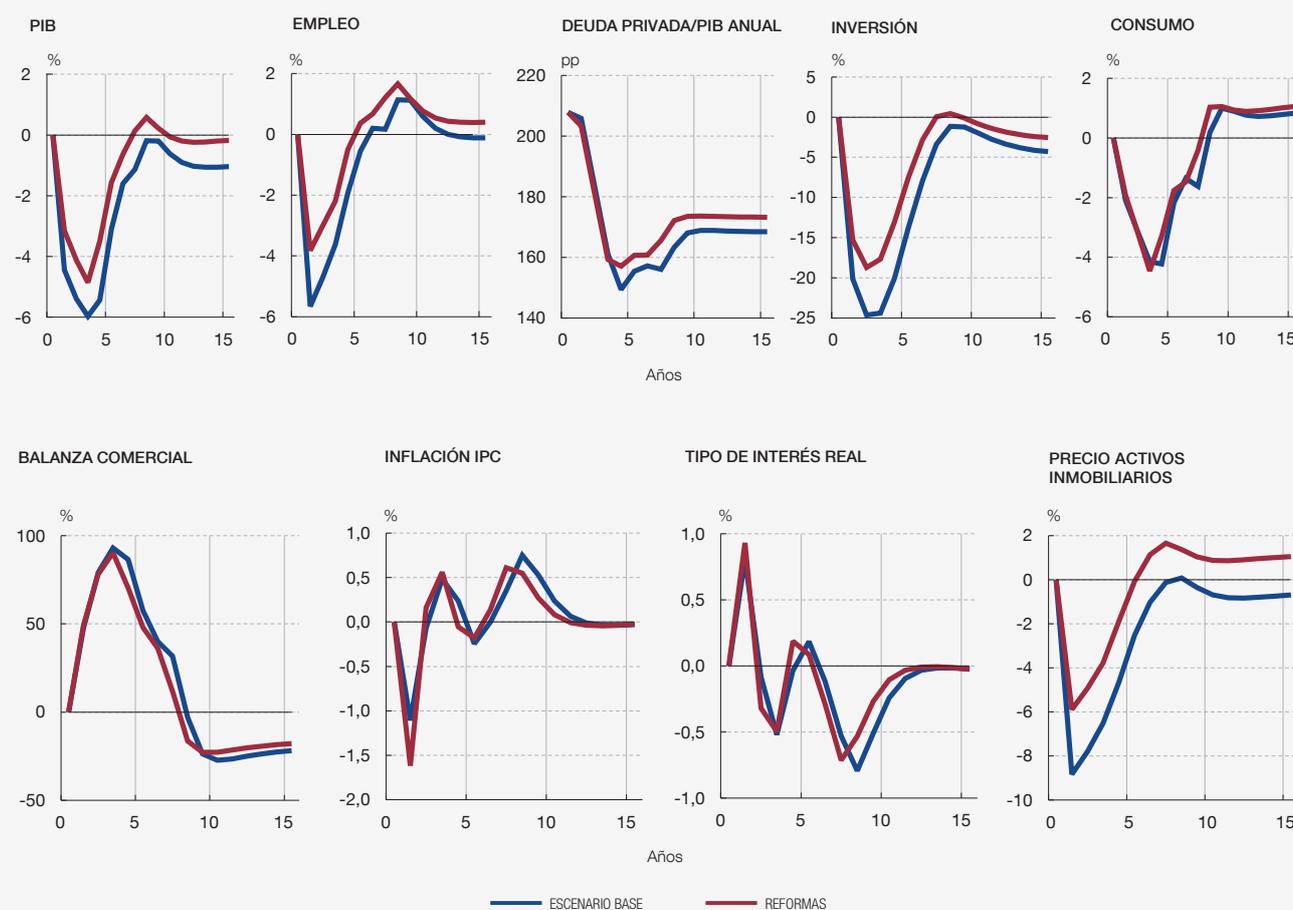
A largo plazo, caben pocas dudas acerca de los efectos positivos de estas reformas: en la medida en que un mercado se hace más competitivo, el volumen de actividad crece, los precios disminuyen y aumentan las oportunidades de mejorar el bienestar de los agentes. A través de las expectativas de estos últimos, que descuentan una mayor capacidad de gasto futura, una parte de los beneficios permanentes de las reformas, normalmente, se materializa en el corto plazo (*canal de expectativas*). Sin embargo, la moderación en los precios que provocan típicamente las reformas estructurales puede dar lugar a aumentos en los tipos de interés reales y, por tanto, a caídas en el gasto de familias y de empresas en el corto

plazo (*canal de tipo de interés*). Además, en presencia de deudas cuyo montante nominal está predeterminado, una moderación en los precios propicia un mayor valor real de los pasivos («efecto Fisher» o *canal de deflación de deuda*¹), con el consiguiente efecto restrictivo sobre los presupuestos de los agentes deudores.

La intensidad relativa de los canales anteriores —expectativas, por un lado, y tipo de interés y deflación de deuda, por otro— determina el signo del impacto a corto plazo de las reformas estructurales. Algunos trabajos recientes han enfatizado que la falta de margen para acometer rebajas de tipos de interés nominales puede ser determinante para inclinar la balanza a favor de los canales contractivos². De este tipo de análisis parecería derivarse la conveniencia de posponer las reformas hasta que sus efectos

1 Véase I. Fisher (1933), «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica*, vol. 1, pp. 337-357.
 2 Véase, por ejemplo, G. Eggertsson, A. Ferrero y A. Raffo (2014), «Can structural reforms help Europe?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, pp. 2-22.

1 EFECTO DE REFORMAS ESTRUCTURALES EN UN PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Todas las variables, en desviaciones respecto del estado inicial, excepto deuda privada/PIB, que está en puntos porcentuales.

contractivos puedan ser contrarrestados por políticas macroeconómicas expansivas³.

No obstante, la mayoría de los modelos macroeconómicos empleados en los trabajos anteriores están diseñados para analizar las fluctuaciones propias de un ciclo económico tradicional, más que las derivadas de una crisis macrofinanciera del calado de la actual. En un trabajo reciente, Andrés, Arce y Thomas (2014)⁴ desarrollan un modelo especialmente diseñado para analizar los efectos de las reformas estructurales en un entorno similar al que caracteriza actualmente a la economía española, de desapalancamiento lento, debido a la presencia de un volumen elevado de deuda con vencimiento a largo plazo, y de condiciones de acceso a la financiación restrictivas. Además, el modelo considera que la economía interna forma parte de una unión monetaria que no tiene margen para rebajar el tipo de interés. Las empresas y una parte de los hogares se endeudan utilizando como colateral el valor de sus activos inmobiliarios. Sin embargo, cuando el valor de sus activos cae por debajo de un determinado umbral, se interrumpe la concesión de crédito nuevo y, en ese caso, los deudores se limitan a devolver su deuda viva según los plazos estipulados en sus contratos de deuda.

3 Algunos desarrollos teóricos que apuntan en este sentido pueden encontrarse en los siguientes trabajos: G. Eggertsson (2012), «Was the New Deal contractionary?», *American Economic Review*, vol. 102, pp. 524-555; G. Eggertsson y P. Krugman (2012), «Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, pp. 1469-1513; y J. Galí y T. Monacelli (2014), *Understanding the gains from wage flexibility: The exchange rate connection*, CEPR discussion paper 9806.

4 Véase J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación.

Se parte de un *escenario base* que incorpora un endurecimiento persistente de las condiciones de acceso al crédito por parte de empresas y de hogares, que supone, en particular, una reducción de las ratios *loan-to-value* de los nuevos préstamos concedidos a estos agentes. Las líneas azules del gráfico 1 muestran la respuesta de la economía ante dicha perturbación financiera (las magnitudes de estas simulaciones son meramente ilustrativas del comportamiento cualitativo del modelo y no deben interpretarse como aproximaciones cuantitativas realistas). La fuerte caída de los precios inmobiliarios y, por tanto, del valor del colateral hace que se contraiga intensamente el flujo de nuevo crédito, lo que da lugar a un proceso lento y prolongado de desendeudamiento privado. La necesidad de empresas y de hogares de generar ahorro para amortizar su deuda y sanear su situación patrimonial les lleva a reducir los niveles de consumo y de inversión. Paralelamente, se produce una mejora del saldo comercial gracias a la ganancia de competitividad a que dan lugar el efecto desinflacionario de la perturbación y la consiguiente contracción de la demanda interna. Dicha mejora, no obstante, no es suficiente para evitar una caída prolongada en el PIB. Cuando el valor de los activos de las empresas y de las familias demandantes de fondos alcanza el umbral mínimo para satisfacer las condiciones de acceso al crédito, se reinicia el flujo de nuevo crédito. A partir de ese momento, se activa un círculo virtuoso de recuperación vigorosa de los precios de los activos, del crédito y de la capacidad de gasto de los agentes. Como resultado de ello, el consumo y la inversión, y también el PIB, comienzan a recuperarse.

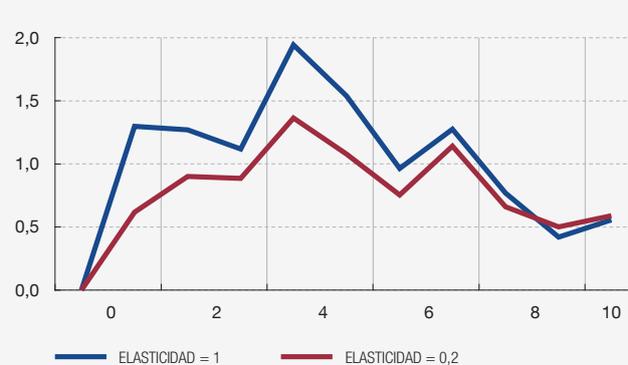
Las líneas granates del gráfico 1 muestran las respuestas de las principales variables cuando se adoptan *reformas estructurales* consistentes en aumentos del grado de competencia en los mercados de productos y de trabajo. Estas reformas inducen una

2 PAPEL DEL SECTOR EXTERIOR EN LA TRANSMISIÓN DE LOS EFECTOS DE LAS REFORMAS (a)

ELASTICIDAD EXPORTACIONES



ELASTICIDAD IMPORTACIONES



FUENTE: Banco de España.

a Los gráficos muestran el efecto diferencial de las reformas estructurales sobre el PIB, es decir, la diferencia entre las dos líneas del panel superior izquierdo del gráfico 1, para distintos valores de las elasticidades de exportaciones e importaciones a los precios relativos.

reducción permanente en los márgenes empresariales y dan lugar a salarios más moderados⁵. En el largo plazo, estas medidas tienen un efecto claramente positivo sobre el PIB y el empleo, pero, además, alivian los efectos negativos del desapalancamiento en el corto y medio plazo. Esto se debe, principalmente, al mejor comportamiento de la inversión. En concreto, la anticipación de los efectos beneficiosos de las reformas en el largo plazo hace que, ya en el corto plazo, empresas y hogares aumenten su demanda de inversión respecto del escenario base. Dicha mayor demanda conlleva una menor caída en los precios de los activos inmobiliarios. Ello contribuye a que el valor patrimonial de los deudores no sufra un deterioro tan acusado y, por tanto, recupere antes el umbral mínimo que justifica la concesión de nuevo crédito. A este efecto positivo sobre la capacidad financiera de las empresas se une una contracción del consumo de estos agentes, que, en el contexto de este modelo, es asimilable a una menor distribución de dividendos (y, por tanto, una mayor acumulación de beneficios no distribuidos).

De este modo, las reformas *adelantan* el final del proceso de desapalancamiento y, por tanto, de la recesión, reforzando así el *canal de expectativas*. Al mismo tiempo, puesto que el flujo de crédito nuevo se desacelera sustancialmente durante la fase de desapalancamiento, las decisiones de gasto privado a escala agregada son relativamente insensibles al aumento del tipo de interés real inducido por el efecto deflacionario de las reformas. Ello hace que el *canal de tipo de interés* pierda intensidad. La combinación de ambos efectos —reforzamiento del canal de expectativas y debilitamiento del canal de tipo de interés— determina un efecto neto positivo de las reformas sobre la actividad y el empleo ya en el corto plazo, que domina al efecto Fisher negativo derivado de una

5 Concretamente, se produce una reducción en los márgenes de precios (es decir, el margen entre los precios de producción y los costes marginales de producción) y de salarios (es decir, el margen entre los salarios abonados a los trabajadores y sus salarios de reserva).

senda de precios más bajos. En este sentido, la presencia de una proporción elevada de deuda a largo plazo —que es un factor esencial en la crisis actual, especialmente en el caso de la deuda hipotecaria de los hogares— opera amortiguando sustancialmente el efecto contractivo a corto plazo del *canal de deflación de deuda*.

Una vía importante en la transmisión de los efectos de las reformas es la del comercio exterior. Como se aprecia en el gráfico 1, las reformas no producen un efecto significativo sobre el saldo comercial en el corto plazo. Esta aparente falta de efecto esconde dos fuerzas contrapuestas: si bien las reformas producen un abaratamiento adicional de los productos nacionales, también producen una mejora de la demanda interna. Este comportamiento del saldo exterior depende en gran medida de la sensibilidad de los flujos comerciales a los precios relativos de los bienes nacionales y foráneos. El panel izquierdo del gráfico 2 muestra el efecto diferencial de las reformas sobre el PIB⁶ para dos calibraciones diferentes de la elasticidad de las exportaciones a los precios relativos: elasticidad unitaria (el valor base⁷), y una elasticidad muy baja, de 0,2. En este último caso, los efectos de las reformas en el corto plazo pasan a ser negativos, debido a la insuficiente contribución positiva de las exportaciones. En el caso de las importaciones (panel derecho), reducir su elasticidad-precio también reduce el efecto positivo de las reformas, aunque sin llegar a cambiar el signo de dicho efecto. Este ejemplo ilustra, por tanto, que una condición clave para que las reformas surtan efectos positivos en el corto plazo es que la ganancia de competitividad resultante se traslade con suficiente intensidad a los flujos comerciales.

6 El efecto diferencial de las reformas sobre el PIB equivale a la distancia vertical entre las dos líneas del panel superior izquierdo del gráfico 1.

7 La calibración de elasticidad unitaria de las exportaciones se basa en estimaciones para España de C. García, E. Gordo, J. Martínez-Martín y P. Tello (2009), *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.

Todos estos aspectos son, además, esenciales para incrementar la resistencia de la economía ante posibles perturbaciones, en un contexto global caracterizado por la persistencia de numerosos factores de incertidumbre.

En los últimos años se han acometido reformas de calado en distintos frentes y sus efectos ya han comenzado a percibirse, particularmente en el proceso de devaluación interna

Las reformas ya adoptadas han propiciado un avance apreciable en el ámbito de la devaluación interna. El aumento de la sensibilidad cíclica de los precios está propiciando una corrección del desfase competitivo gestado durante el último ciclo expansivo, a la vez que la mayor flexibilidad del marco laboral ha favorecido la moderación salarial. También se observa un cambio en el papel que desempeña la inflación pasada en el proceso de determinación de costes y rentas. Se trata de un cambio importante para la adaptación a los requerimientos de la pertenencia a la UEM que ha sido impulsado por varias iniciativas.

En primer lugar, por el último acuerdo para la negociación colectiva firmado por los agentes sociales en 2012, que recomendaba un nuevo marco para definir las cláusulas de indexación salarial tendente a suavizar el impacto sobre los salarios de incrementos de la tasa de inflación motivados por perturbaciones transitorias, como puede ser el provocado por un incremento temporal del precio de los combustibles. Otras actuaciones han tratado de reducir el grado de indexación en otros mercados, como es el caso de la reforma de la Ley de Arrendamientos Urbanos, que elimina la indexación obligatoria de los contratos de alquiler al IPC. Con este mismo objetivo, la entrada en vigor en los próximos meses de la Ley de Desindexación, que será de aplicación para los contratos realizados en el ámbito del sector público (y para algunas partidas de ingresos públicos), ahondará en este cambio de comportamiento, máxime si también se traslada al sector privado, para el que la aplicación de las provisiones de la ley no es obligatoria, pero proporciona los instrumentos para hacerlo en caso de que se optara por ello. Todo ello debería repercutir en que el proceso de formación de los precios se alinee con sus factores fundamentales de oferta y demanda, permitiendo una mejora de los determinantes de la competitividad y evitando la reaparición de algunos de los desequilibrios que agravaron la crisis en España.

Los efectos en términos de la creación de empleo son más incipientes

En términos del empleo, el efecto de la reforma del mercado laboral se empezó a percibir inicialmente en los flujos de destrucción de empleo, que se moderaron ya en 2012, a pesar del aún débil entorno económico. A ello se sumó un repunte inicial de los flujos de creación de empleo en los meses finales de 2013 (que ha continuado en la parte transcurrida de este ejercicio), que se focalizó en las ramas de servicios principalmente y del que participaron el empleo temporal y a tiempo parcial primordialmente. Precisamente para tratar de incidir sobre la dualidad del mercado laboral, en 2013 se establecieron estímulos para la creación de empleo de los colectivos con mayor tasa de desempleo (como es el de jóvenes sin formación), y se tomaron medidas para potenciar la contratación indefinida, mediante la introducción de mayor flexibilidad en las modalidades de contratación a tiempo parcial o a través de la reducción, a principios de este año, de las cotizaciones sociales a los nuevos empleos indefinidos. Este programa de incentivos podría suponer un impulso a la contratación indefinida este año, si bien, de acuerdo con la evidencia disponible sobre el impacto de este tipo de bonificaciones, los efectos sobre el empleo neto serían más inciertos.

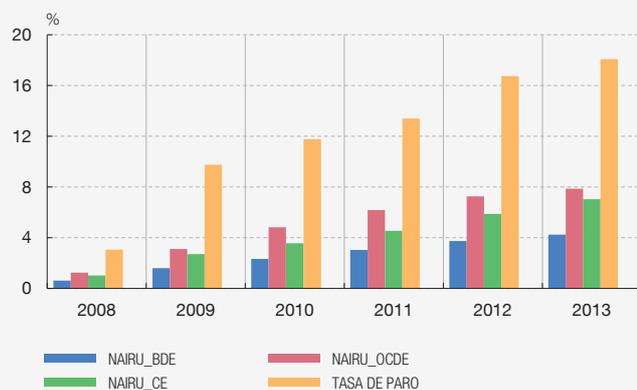
De cara a los próximos trimestres, se espera que, como consecuencia del mayor grado de flexibilidad que el nuevo marco laboral proporciona, la ocupación crezca a tasas que, aunque moderadas, sean elevadas en relación con el avance del producto, lo que comportará necesariamente un perfil decreciente en la evolución de la productividad. No obstante, incluso en este escenario relativamente favorable de creación de empleo, la tasa de desempleo se reducirá lentamente, y los riesgos de que aumente su componente estructural continúan estando presentes (véase recuadro 1.3). Para evitar su materialización es necesario asegurar la continuidad de las mejoras de competitividad y de la recuperación de la ocupación. En este terreno, resulta necesario un seguimiento de los desarrollos del sistema de negociación colectiva, y en particular de los avances en el ámbito de la flexibilidad salarial, singularmente para las empresas de menor tamaño, así como en el grado de descentralización del sistema. La reducción de la tasa de desempleo hasta un nivel comparable con el observado en otros países europeos requiere rediseñar en profundidad el conjunto de las políticas activas de empleo. Las actuaciones recientes en este terreno se han concentrado en avanzar, en coordinación con las CCAA, en el planteamiento de un nuevo sistema de políticas activas que incremente la relación entre los fondos percibidos y la efectividad de los programas llevados a cabo en cada comunidad autónoma. Asimismo, está aún en fase de preparación la estrategia para la aplicación de la garantía juvenil, que deberá ofrecer actividades de formación o apoyo a la búsqueda de empleo a los jóvenes en desempleo.

La tasa de paro de la economía española alcanzó un nivel máximo en el primer trimestre de 2013 (del 26,9 % de la población activa), lo que representa un aumento cercano a los 20 pp respecto al mínimo histórico registrado en el tercer trimestre de 2007. Desde entonces, el desempleo ha seguido una pauta de progresiva reducción, que la ha situado en el 25,9 % en el primer trimestre de 2014. Las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas el pasado mes de marzo, apuntan a la continuación de esta trayectoria en lo que resta de 2014 y en 2015, en un contexto en el que se prevé que la paulatina recuperación de la actividad se traslade con intensidad a la creación de empleo, favorecida por el proceso de moderación salarial observado y su prolongación en el horizonte de proyección. Pese a ello, la tasa de paro de la economía española se mantendría en niveles muy elevados en términos comparados.

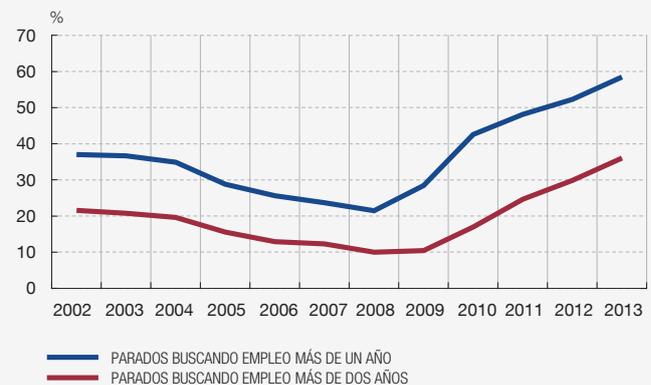
Existen diferentes razones por las que un aumento del paro de naturaleza inicialmente cíclica puede convertirse en persistente generando un aumento del componente estructural del desempleo, mediante lo que se suele denominar un «efecto de histéresis» que dificulta las reducciones posteriores de la tasa de paro, aun en un contexto de reactivación económica. Esta histéresis puede venir provocada por diferentes factores. Así, la permanencia en la situación de desempleo durante un período prolongado puede acabar teniendo efectos permanentes sobre el capital humano de los desempleados, sobre su intensidad de búsqueda de empleo o sobre la percepción de las empresas sobre sus habilidades o formación. Estos efectos pueden ser más importantes en un contexto de reasignación sectorial del empleo en el que las cualificaciones demandadas por las empresas sean diferentes de las que tienen los desempleados.

EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL COMPONENTE ESTRUCTURAL DEL DESEMPLEO

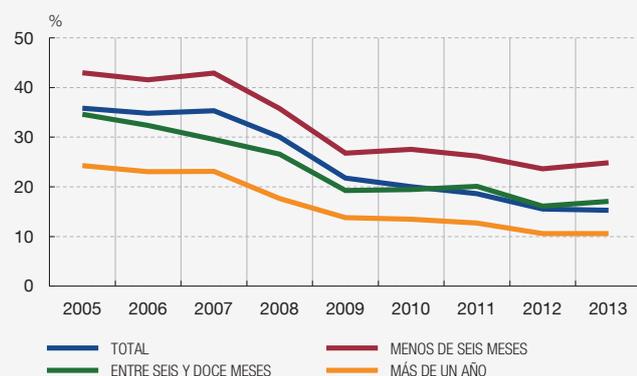
1 AUMENTO ACUMULADO DE LA TASA DE PARO Y DE LA NAIRU ESTIMADA



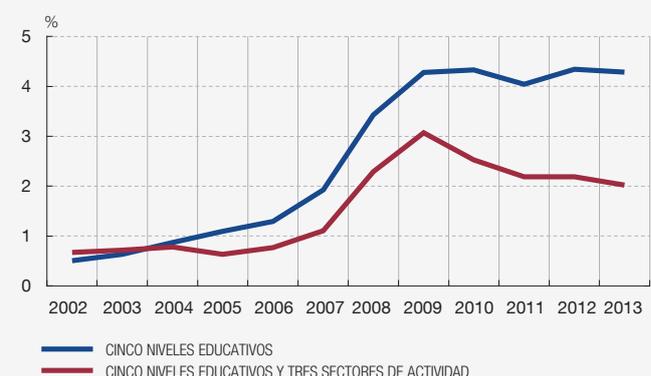
2 INCIDENCIA DEL PARO DE LARGA DURACIÓN (a)



3 TASAS DE SALIDA DEL DESEMPLEO, POR TIEMPO BUSCANDO EMPLEO (b)



4 ÍNDICE DE DESAJUSTE EDUCATIVO (c)



FUENTES: Microdatos EPA (Instituto Nacional de Estadística) y Banco de España.

- a Porcentaje sobre el total de parados.
- b Porcentaje de parados que en el trimestre siguiente se encuentran ocupados.
- c Desajuste entre la distribución por niveles educativos (estudios primarios o menos, secundarios de primera etapa, secundarios superiores, formación profesional y estudios universitarios) de la población ocupada y los desempleados. Cuando se tiene en cuenta la dimensión sectorial, se utilizan tres grandes ramas de actividad (manufacturas, construcción y servicios) y se excluyen tanto los parados en busca del primer empleo como los parados de larga duración, para los que no se dispone de información sobre el sector de actividad.

Una vía para analizar el grado de persistencia del desempleo consiste en estimar la tasa estructural de paro, concepto que se puede interpretar como la tasa de paro de la economía en el medio plazo, una vez que se elimina el impacto de los factores cíclicos. Este componente estructural es, sin embargo, no observable y su estimación está sujeta a una elevada incertidumbre, existiendo distintos enfoques metodológicos que proporcionan resultados diferentes. A continuación, se presentan los resultados de la aplicación de una metodología que consiste en estimar la desagregación entre el componente estructural y el cíclico del desempleo utilizando el enfoque de la curva de Phillips¹. En concreto, se asume una relación entre la evolución del crecimiento salarial y las desviaciones del desempleo respecto a su componente estructural, es decir, el componente cíclico del desempleo. De esta manera, si el desempleo se encuentra por debajo (por encima) de su nivel de equilibrio o estructural, tendería a observarse un mayor (menor) crecimiento salarial, por lo que la tasa de paro estructural, que bajo este enfoque suele denominarse «NAIRU», podría interpretarse como el nivel de esta que fuese compatible con una inflación estable.

En el panel superior izquierdo del gráfico 1 se presenta el aumento acumulado de la NAIRU desde 2008 siguiendo la metodología mencionada. La elevada incertidumbre que rodea siempre estas estimaciones suele aconsejar analizar las tendencias de medio plazo más que los niveles puntuales estimados². Los resultados muestran que la tasa de paro estructural de la economía española habría aumentado alrededor de 4 pp desde el inicio de la crisis³. Las estimaciones disponibles para el caso español realizadas por la OCDE y la CE tienden a ofrecer un aumento algo superior, al mostrar la NAIRU un perfil más procíclico.

Este resultado reflejaría el impacto de los efectos de histéresis sobre la NAIRU. Así, la duración promedio de los episodios de paro ha pasado de alrededor de 2,8 trimestres a superar los 6,5 trimestres en 2013, elevando hasta el 60,7 % el porcentaje de desempleados con más de un año en dicha situación. Se ha observado, además, un aumento muy importante del porcentaje de parados con duraciones muy largas (más de dos años), hasta el 38,9 % del total de desempleados (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Este fenómeno se concentra, además, en algunos colectivos, como el de los trabajadores mayores de 50 años o el de los parados con menor formación, para los que este porcentaje se situó alrededor del 50 % a finales de 2013.

Por otra parte, las tasas de salida del paro, que han descendido de manera apreciable para todas las duraciones del desempleo,

han comenzado a mostrar un leve repunte en 2013, al menos para los desempleados con menor duración en el paro (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). Cabe esperar que la incipiente recuperación permita afianzar esta mejora que, no obstante, será probablemente más lenta entre el colectivo con duraciones más largas⁴. Esta menor ciclicidad de las salidas del desempleo una vez se ha acumulado un tiempo elevado en dicha situación, podría limitar la recuperación agregada de la tasa de salida del desempleo ante una recuperación cíclica.

La persistencia del desempleo podría estar también relacionada con el aumento en el desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo que se observa desde el inicio de la crisis. En relación con esta cuestión, en el panel inferior derecho del gráfico 1 se presenta la evolución de un índice de desajuste educativo que intenta medir la discrepancia entre la distribución por niveles educativos de la población ocupada y la de la población desempleada⁵. En principio, se espera que, cuanto mayor sea este desajuste, más difícil resulte el proceso de reabsorción del desempleo. Se observa un claro aumento del nivel de desajuste educativo durante la crisis, producido por la concentración de la destrucción de empleo en aquellos grupos de trabajadores con menor cualificación. Si se tiene en cuenta la dimensión sectorial, la evolución es similar y pone de manifiesto cómo la intensa destrucción de empleo en el sector de la construcción, sobre todo al principio de la crisis, habría provocado un considerable incremento del peso relativo de los desempleados de baja cualificación. Estos resultados indicarían que la reducción del desempleo requerirá un proceso de adaptación de las habilidades de los trabajadores desempleados a los requerimientos de la demanda de trabajo.

En resumen, aunque una parte significativa del incremento del desempleo observado desde el inicio de la crisis está estrechamente asociada al deterioro de las condiciones cíclicas, no es descartable que se haya producido en paralelo un incremento del componente estructural del desempleo, que podría dificultar la reducción del paro en el futuro próximo. Estas dificultades parecen ser especialmente elevadas para determinados colectivos, entre los que se observan duraciones del desempleo muy elevadas. El diseño global de las políticas activas y pasivas de apoyo a los desempleados debería centrarse en aumentar la empleabilidad de estos colectivos, analizando los vínculos con los diferentes mecanismos de protección social y facilitando la flexibilidad salarial.

1 Véase J. Galí (2011), «The Return of the Wage Phillips Curve», *Journal of European Economic Association*, junio, 9 (3), pp. 436-461.

2 Véanse, por ejemplo, Á. Estrada, I. Hernando y J. D. López Salido (2000), *Measuring the NAIRU in the Spanish Economy*, Documentos de Trabajo, n.º 0009, Banco de España; o ECB (2012), *Euro Area Labour Markets and the Crisis*, Occasional Paper n.º 138.

3 Este incremento es también similar al estimado por R. Doménech (2013), «Potential Growth and Structural Unemployment in Spain, EMU and the US», BBVA Research, mimeo, utilizando una metodología alternativa apoyada en la Ley de Okun.

4 En particular, un análisis sobre la probabilidad de salir del desempleo realizado para el período 2005-2013 a partir de los microdatos de flujos de la EPA muestra que esta probabilidad aumenta 2,1 pp ante una mejora del PIB del 1 % para aquellos desempleados de corta duración, mientras que entre las duraciones más largas el impacto de una mejora de la actividad es de solo 1,3 pp.

5 En particular, se utiliza la distribución de la población ocupada y la desempleada de acuerdo con cinco niveles educativos a partir de los datos de la EPA. Para más detalles, véase M. Izquierdo, S. Puente y P. Font (2013), «Evolución del desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

Es ineludible acelerar las reformas en los mercados de productos, que permitan incrementar la competencia y mejorar la eficiencia

Ambas iniciativas se desarrollarán a lo largo del presente año, como contempla el Programa Nacional de Reformas (PNR) que remitió el Gobierno a la Comisión Europea el pasado 30 de abril.

Para que el proceso de devaluación interna resulte exitoso es necesario que la reducción de costes laborales se vea acompañada de contención de márgenes y de mejoras de eficiencia en los procesos productivos. En este sentido, la evolución de los márgenes a escala agregada durante la crisis ha estado condicionada, al menos en parte, por los efectos derivados de unas condiciones financieras muy estrictas, como se ha señalado con anterioridad. Sin embargo, este comportamiento también revela la existencia de obstáculos a la competencia en algunos sectores que están dificultando la devaluación competitiva y aumentando sus costes, por lo que es primordial profundizar en las reformas que incrementen la competencia en los mercados de productos e impulsen la calidad comparativa de los bienes y servicios producidos.

En esta línea se enmarcan algunas de las reformas adoptadas en el último año, entre las que destacan la Ley de Emprendedores, la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y la Ley Concursal (que se trata con mayor detalle en el capítulo 2). La Ley de Emprendedores introdujo una serie de medidas fiscales para facilitar la actividad económica de pequeñas empresas, entre las que destacan la simplificación y la reducción de las obligaciones tributarias. A su vez, la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado tiene como objetivo eliminar las ineficiencias que pueden surgir como consecuencia de la existencia de diferentes legislaciones autonómicas para la comercialización de productos o la provisión de servicios. En este mismo sentido, se han tomado distintas iniciativas para reducir la duración de los procedimientos judiciales e incidir así en los elevados costes empresariales que origina el elevado número de litigios en España.

Los avances en las reformas de mercados de productos son por tanto significativos, pero en algunos casos la implementación efectiva de estas reformas se enfrenta a grandes dificultades. En particular, la efectividad de los preceptos que contiene la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado dependerá críticamente del grado de cooperación que se establezca entre todas las AAPP. Tampoco se está viendo exenta de dificultades la instrumentación de la reforma del sector eléctrico y, con carácter más general, de una política energética que reduzca la elevada dependencia que tiene nuestro país con respecto a la energía importada. En un estadio de implementación más retrasado se encuentra el Anteproyecto de Ley de Servicios y Colegios Profesionales, que propone establecer un régimen general de libertad de acceso y ejercicio en todo el territorio español en el ámbito de los servicios, cuya implantación ha sufrido retrasos que han impedido hasta el momento su aprobación definitiva.

Las mejoras de la eficiencia son también cruciales para apuntalar las ganancias de competitividad, y en particular para incrementar el crecimiento potencial de la economía en el medio plazo. Su papel es aún más importante en un contexto en el que las proyecciones demográficas disponibles anticipan caídas de la población que plantean importantes retos para el crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo.

La liberalización de los mercados de productos y servicios ya mencionada es un ingrediente básico de una estrategia de incremento de la productividad. Asimismo, estas actuaciones deben acompañarse de medidas destinadas a mejorar el capital humano y productivo de la economía. En este sentido, la Ley Orgánica para la Mejora de la Calidad

Educativa modifica diversos aspectos de la organización del sistema educativo español, si bien los retos a los que se enfrenta la economía hacen necesario complementar esta medida con reformas de calado en la enseñanza universitaria y en la formación profesional, aspecto este último que se desarrolla en el ya mencionado PNR.

En definitiva, la consolidación fiscal y la profundización en la agenda de reformas son los instrumentos fundamentales con los que cuenta la política económica para consolidar la superación de la crisis y contribuir al arraigo del incipiente crecimiento y de la creación de empleo, que son las únicas bases sólidas para afrontar el necesario desendeudamiento de la economía y la incertidumbre todavía presente en los ámbitos internacional y europeo.

2 EL ENDEUDAMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: CARACTERÍSTICAS, CORRECCIÓN Y RETOS

1 Introducción

El endeudamiento del sector privado en España alcanzó cotas elevadas antes del inicio de la crisis...

Durante la expansión previa a la crisis, en un contexto internacional marcado por bajos tipos de interés, expectativas optimistas sobre el crecimiento económico e infravaloración de los riesgos, los niveles de endeudamiento de los hogares y de las sociedades no financieras de las economías avanzadas aumentaron marcadamente. En España este fenómeno adquirió una notable intensidad y se alcanzaron ratios de endeudamiento superiores a las observadas en otros países de nuestro entorno (véase gráfico 2.1). La entrada en la UEM alentó una revisión al alza de las rentas esperadas y trajo consigo unas condiciones de financiación muy holgadas, cuyos impulsos expansivos sobre el crédito no fueron suficientemente contrarrestados por el resto de las políticas económicas. Con la llegada de la crisis, cuyos efectos recesivos fueron más intensos en España que en otros países como consecuencia, entre otras causas, del abultado endeudamiento privado, el valor de la riqueza de familias y de empresas y sus expectativas de rentas futuras se revisaron a la baja. En estas condiciones, se hizo indispensable la reducción de las ratios de endeudamiento del sector privado no financiero. Aunque esas ratios se han reducido desde los máximos alcanzados a mediados de 2010, todavía se sitúan en un nivel superior al registrado en el pasado y al observado en las economías de nuestro entorno.

... y el del sector público aumentó rápidamente durante ella

Al inicio de la crisis, el endeudamiento público era, sin embargo, reducido, desde una perspectiva tanto histórica como internacional, pero durante aquella los déficits presupuestarios y la deuda de las AAPP aumentaron rápidamente. A finales de 2013, la ratio de deuda pública sobre PIB se situaba en el 93,9 %, una cifra que supera ampliamente la referencia del 60 % que se fijó en el Tratado de Maastricht y que excede ligeramente el registro promedio de la UEM (véase gráfico 2.1).

Como resultado del elevado endeudamiento privado y público, el conjunto de la economía muestra un abultado endeudamiento exterior

El aumento de la deuda privada y pública, que no ha venido acompañado de un incremento comparable de los activos financieros de estos sectores, se ha traducido en un abultado endeudamiento neto de la nación frente al resto del mundo: un 98 % del PIB a finales de 2013, cifra bastante más elevada que la de otras economías avanzadas (véase gráfico 2.1). Esta elevada dependencia del ahorro externo supone un elemento importante de vulnerabilidad, como se puso de manifiesto durante el colapso de la financiación de la balanza de pagos que se produjo en el verano de 2012.

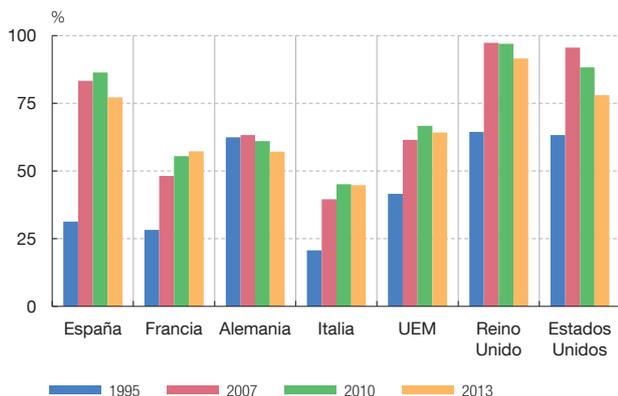
El recurso al endeudamiento permite alcanzar perfiles temporales de gasto que no estén constreñidos por la distribución en el tiempo de los ingresos...

El endeudamiento, junto con el ahorro, es el instrumento del que disponen los agentes económicos para optimizar sus perfiles temporales de gasto sin verse restringidos por la distribución de sus rentas en el tiempo. Así, por ejemplo, en las etapas iniciales de su ciclo vital las familias suelen incurrir en gastos más elevados en relación con sus ingresos que en etapas más avanzadas, por lo que los niveles de deuda son relativamente mayores entre los hogares más jóvenes. Del mismo modo, las empresas recurren en el corto plazo a fondos externos para financiar proyectos de inversión que generan beneficios en el medio y largo plazo y las Administraciones Públicas utilizan la deuda para que el perfil de los gastos públicos sea menos volátil a lo largo del ciclo económico que el de los ingresos, que es muy sensible a las fluctuaciones económicas.

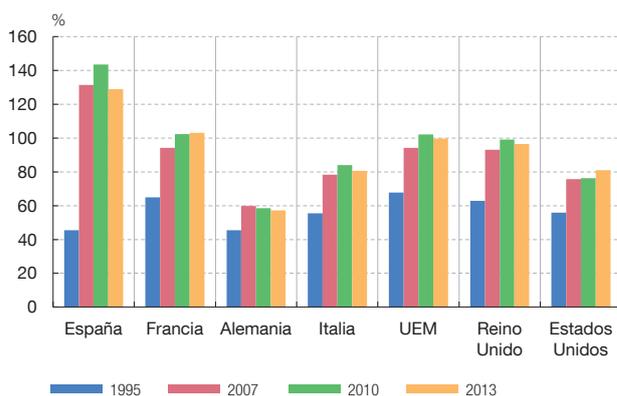
... pero los elevados niveles de deuda aumentan la vulnerabilidad financiera de los prestatarios, amplifican

Dado que la deuda permite a los prestatarios, bien alcanzar los perfiles deseados de gasto, o bien llevar a cabo los proyectos de inversión rentables, el recurso a aquella facilita el aumento del bienestar social. Sin embargo, al mismo tiempo incrementa su vulnerabilidad frente a perturbaciones imprevistas que limiten los ingresos corrientes o esperados,

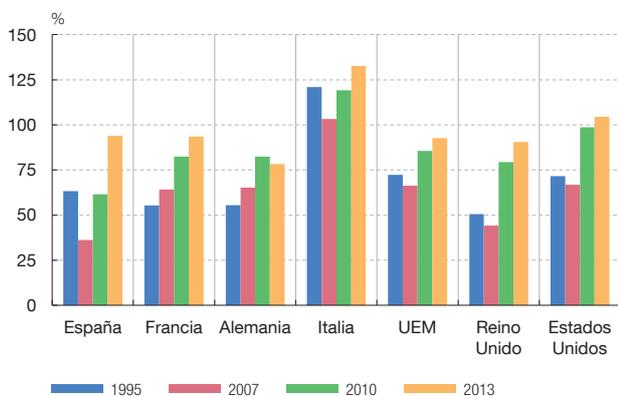
DEUDA/PIB. HOGARES (a)



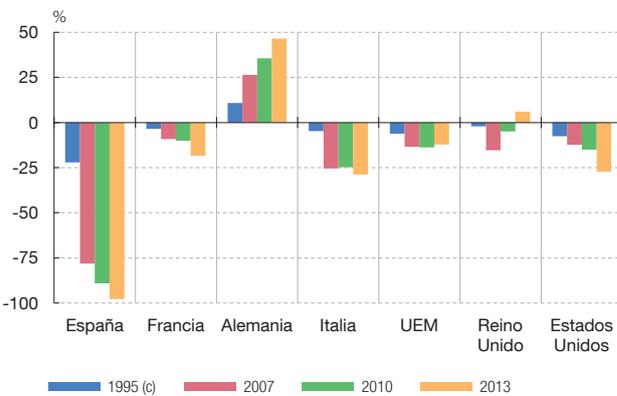
DEUDA/PIB. SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



DEUDA/PIB. AAPP (b)



POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL/PIB



FUENTES: Banco Central Europeo, OCDE, Comisión Europea, fuentes nacionales y Banco de España.

- a El concepto de deuda incluye préstamos y valores de renta fija.
- b Para los países de la UE según Protocolo de Déficit excesivo.
- c Para Italia el dato corresponde a 1997 y para Estados Unidos y la UEM a 1999.

los efectos económicos de las perturbaciones negativas y lastran la recuperación económica después de una crisis

reduzcan su riqueza o empeoren las condiciones de financiación. Los reajustes de los planes de consumo e inversión provocados por estos cambios adversos tenderán a ser mayores cuanto más elevada sea la deuda acumulada. A su vez, la percepción por parte de los prestamistas de que el nivel de endeudamiento de los prestatarios puede ser excesivo eleva el coste de los nuevos préstamos y disminuye su disponibilidad, lo que limita igualmente las posibilidades de expansión del gasto. En situaciones como la actual de la economía española, esa limitación supone un lastre importante para el crecimiento y su corrección resulta ineludible para consolidar una senda de recuperación.

El análisis del endeudamiento de un sector requiere tener en cuenta sus singularidades y la heterogeneidad de los agentes que lo componen...

Diagnosticar situaciones de exceso de endeudamiento para un determinado sector, público o privado, no es una tarea sencilla, ya que su nivel óptimo depende de sendas futuras de costes de financiación e ingresos, que son muy inciertas y complejas de estimar. Además, las condiciones de los agentes endeudados dentro de cada sector suelen ser considerablemente heterogéneas, por lo que el análisis no puede solo circunscribirse a los datos agregados y a sus eventuales comparaciones históricas e internacionales, sino que también debe adentrarse en la riqueza informativa de los datos microeconómicos. Todo ello obliga a tomar con cautela las estimaciones disponibles en la literatura económica sobre los umbrales a partir de los cuales

el apalancamiento produce efectos negativos sobre el crecimiento económico¹. De hecho, un determinado nivel de pasivos de, por ejemplo, el conjunto de las empresas no financieras puede tener implicaciones muy distintas para el crecimiento en función de cuál sea su distribución.

Una forma relativamente estándar de identificar posibles situaciones de exceso de endeudamiento es mediante análisis de sostenibilidad de la deuda, en los que, básicamente, se caracterizan las condiciones necesarias para que los pasivos se estabilicen en relación con la capacidad de pago de los prestatarios. Este enfoque resulta de cierta utilidad en el caso del sector público, pero su aplicación a los hogares y a las empresas no financieras es más complejo, ya que estos sectores están formados por un número mucho más elevado de agentes heterogéneos.

... pero también las interrelaciones con el resto de sectores de la economía

El análisis del endeudamiento de cada uno de los sectores institucionales de la economía no puede ignorar tampoco que la posición de cada uno de ellos puede afectar a los demás a través de diferentes vías de transmisión que operan tanto a través de cantidades (por ejemplo, una disminución del consumo y de la inversión para amortizar deudas privadas puede tener un impacto negativo sobre la actividad económica y, por tanto, sobre los ingresos y los gastos de las AAPP) como por la vía de los costes (por ejemplo, mediante una traslación de la prima de riesgo soberano a las primas crediticias pagadas por el sector privado). Por todo ello, la visión que proporciona el análisis individualizado de los sectores debe complementarse con la panorámica más general que ofrece el estudio del endeudamiento agregado de la nación.

En este capítulo se analiza el endeudamiento de la economía española, se evalúan los avances en su corrección y se discuten los retos que plantea

Desde esta perspectiva, en el presente capítulo se caracteriza, primeramente, el endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras y se evalúan los avances en su ajuste. A continuación se analiza cómo la posición financiera de estos sectores ha conformado, junto con las actuaciones del sector financiero y de las AAPP, el endeudamiento agregado de la economía española, y, finalmente, se discuten los retos que plantea compatibilizar la necesaria reducción de los pasivos privados y públicos con la continuidad del proceso de ajuste y restablecimiento del crecimiento sostenido en el medio plazo de la economía española².

2 El endeudamiento del sector privado de la economía española

2.1 EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES

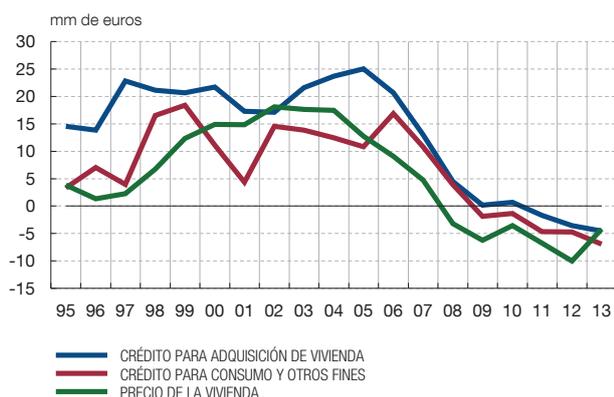
La deuda de las familias creció a un ritmo muy intenso antes de la crisis

Entre 1995 y 2007, el crédito captado por las familias españolas aumentó a una tasa media anual del 17 %, frente a un avance medio del PIB nominal del 7,5 % (véase gráfico 2.2). Este fuerte dinamismo de su deuda se explica por la confluencia de varios factores. Por un lado, las holgadas condiciones de financiación propiciadas por el contexto de innovación financiera y laxitud de las condiciones crediticias a escala internacional, por la convergencia de los tipos de interés en España con los del área del euro y por el mantenimiento de una política monetaria expansiva, facilitaron el acceso al crédito a un menor coste. En paralelo, la mayor estabilidad macroeconómica y las favorables expectativas de crecimiento asociadas al ingreso en la UEM llevaron a prestamistas y prestatarios a infravalorar los riesgos de la deuda. Por último, la elevada demanda de vivienda, alimentada además de por los dos elementos anteriores por factores demográficos e institucionales, condujo a un *boom* inmobiliario que incrementó el valor esperado de los activos reales y que, a su vez, facilitó el endeudamiento al actuar dichos activos como garantía de los préstamos recibidos.

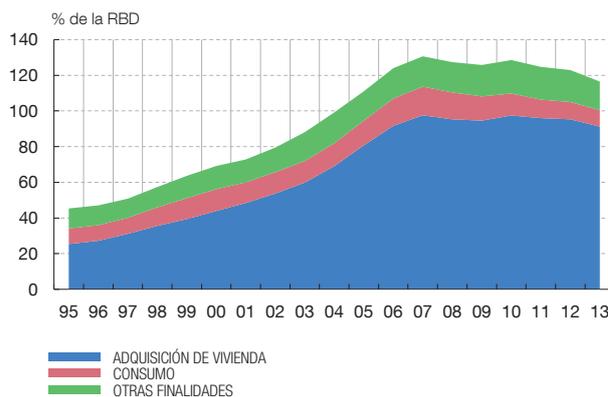
1 Sobre la existencia de umbrales de endeudamiento a partir de los cuales se reduce el crecimiento económico, véanse C. Reinhart y K. Rogoff (2010), «Growth in a Time of Debt», *American Economic Review*, 100 (2), pp. 573-578; S. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, BIS working paper 352; y U. Panizza y A. F. Presbitero (2013), «Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey», *Swiss Journal of Economics and Statistics (SJES)*, Swiss Society of Economics and Statistics (SSES), vol. 149 (II), pp. 175-204.

2 El papel de la política fiscal en la evolución de la deuda pública durante la crisis y el análisis de su sostenibilidad se trataron en el capítulo 2 del *Informe Anual*, 2010.

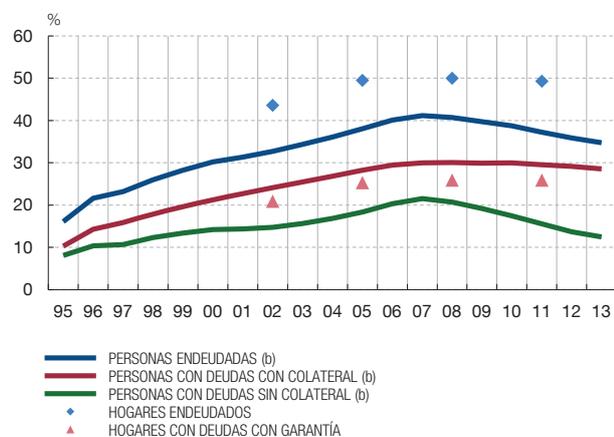
CRÉDITO DE LOS HOGARES (a) Y PRECIO DE LA VIVIENDA
(Crecimiento interanual)



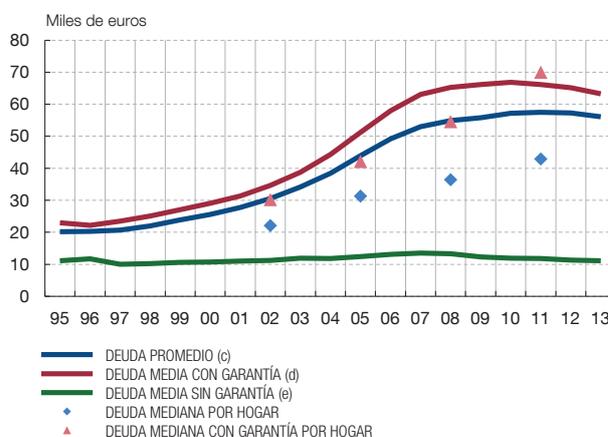
DEUDA DE LOS HOGARES. DISTRIBUCIÓN POR FINALIDADES



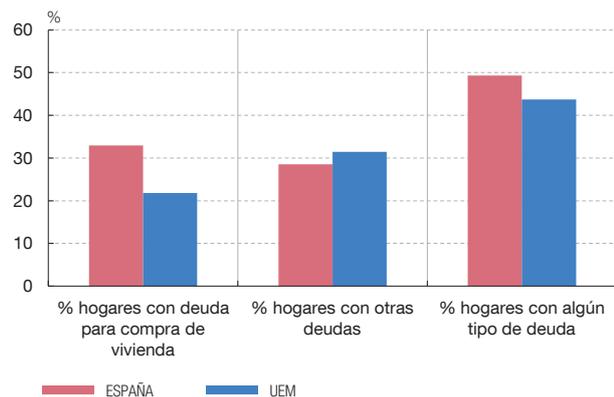
PROPORCIÓN DE AGENTES ENDEUDADOS



CUANTÍA DE LA DEUDA



PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES.
DESGLOSE POR DESTINOS (f). AÑO 2011



RATIO DEUDA/RENDA MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA (f).
AÑO 2011



FUENTES: Banco de España y Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

- a Incluye créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb.
- b Sobre el total de personas mayores de 16 años.
- c Deuda media de las personas con créditos pendientes.
- d Deuda media con garantía de las personas con este tipo de préstamos.
- e Deuda media sin garantía de las personas con este tipo de préstamos.
- f Para España, los datos hacen referencia al año 2011. Para la UEM, el año de referencia es 2010 para la mayoría de países.

Además, los efectos de estos tres factores se reforzaron entre sí: el aumento del crédito impulsó el gasto, lo que a su vez elevó el crecimiento económico y el precio de los activos, estimulando una mayor demanda de crédito y una mayor facilidad de acceso a él a través del ascenso del valor de los activos que podían utilizarse como garantía.

La mayor parte de los pasivos se ha dedicado a la compra de activos inmobiliarios

Esta interacción entre la demanda de crédito y el precio de los activos fue especialmente intensa en el mercado inmobiliario³. Así, la mayor parte del endeudamiento de los hogares se dedicó a la compra de vivienda, de manera que el peso de esta modalidad de crédito pasó de suponer el 56 % de los pasivos del sector en 1995 al 75 % en 2007. Los préstamos destinados a consumo y otros fines avanzaron a un menor ritmo, pero su expansión fue también notable (11 % de crecimiento medio anual).

La ratio de deuda sobre renta se sitúa por encima del nivel promedio de la UEM y del de Estados Unidos

Como resultado de estos desarrollos, la deuda de las familias como porcentaje del PIB, que se situaba en 1995 en el 31 %, un nivel reducido en comparación con otros países avanzados, alcanzó el 83 % en 2007, un valor que superaba al del promedio de la UEM, aunque no lo observado en Estados Unidos y Reino Unido (véase gráfico 2.1). En términos de la renta bruta disponible (RBD), el incremento fue igualmente notable, al pasar del 45 % al 131 %. El endeudamiento sobre la RBD alcanzó el máximo en 2008, pero, en términos de PIB, siguió aumentando durante los primeros años de la crisis debido a la evolución negativa del producto, alcanzando su valor máximo en 2010. Desde entonces ambas ratios han tendido a reducirse lentamente y siguen estando por encima de los registros del promedio del área del euro y, en el caso de la calculada a partir de la RBD, ha pasado a situarse en cifras superiores a las de Estados Unidos.

El aumento del endeudamiento fue el resultado tanto de una mayor proporción de familias con préstamos como de un incremento en la deuda por hogar endeudado

Según los datos de la Central de Información de Riesgos (CIR), el incremento de la deuda de los hogares durante la expansión previa a la crisis refleja tanto el ascenso de la proporción de endeudados (que pasó del 15 % en 1995 al 40 % en 2007) como la elevación de la deuda media soportada por cada uno de ellos (que aumentó, en términos nominales, de 20.000 euros a 52.000 euros entre esas mismas fechas). La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) —que proporciona una información mucho más detallada sobre las características socioeconómicas de los hogares endeudados pero que solo está disponible cada tres años, desde 2002— corrobora este hecho. De acuerdo con esta fuente, el porcentaje de familias con algún tipo de deuda aumentó del 43,6 % en 2002 al 50 % en 2008, mientras que la mediana de dicha deuda pasó, en términos constantes de 2011, de 28.000 a 38.700 euros en el mismo período. La última edición de la EFF, que se refiere a la situación a finales de 2011, evidencia un ligero descenso en la proporción de hogares endeudados, mientras que la deuda mediana muestra un incremento adicional del 11 %, que, sin embargo, está completamente determinado por el comportamiento de la vinculada a la adquisición de vivienda⁴.

Existe una elevada heterogeneidad en las ratios de endeudamiento de los distintos grupos de población...

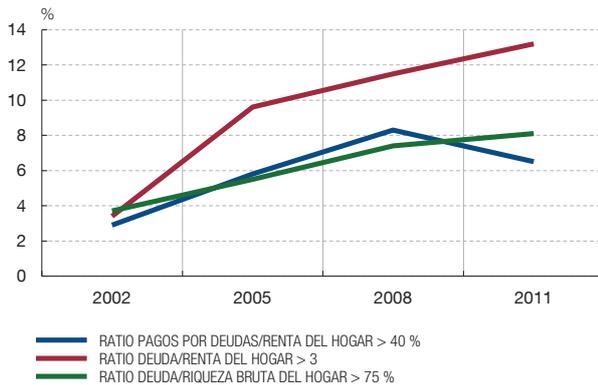
Como cabría esperar, la EFF muestra también que la proporción de familias endeudadas es creciente con el nivel de renta (22 % en el primer quintil de la distribución y 65 % en el último) y decreciente con la edad del cabeza de familia (superior al 70 % en el tramo de edades inferiores a los 44 años). Por su parte, la ratio mediana de deuda sobre renta es más elevada en los segmentos de menores ingresos (alrededor del 330 % para el primer quintil de la distribución) y para los hogares cuyo cabeza de familia es más joven (cerca del 300 % para el segmento menor de 35 años)⁵.

3 Para un análisis empírico de la relación entre el precio de la vivienda y el crédito inmobiliario en España, véase R. Gimeno y C. Martínez Carrascal (2010), «The relationship between house prices and loans for house purchase. The Spanish case», *Journal of Banking and Finance*, 34, pp. 1849-1855.

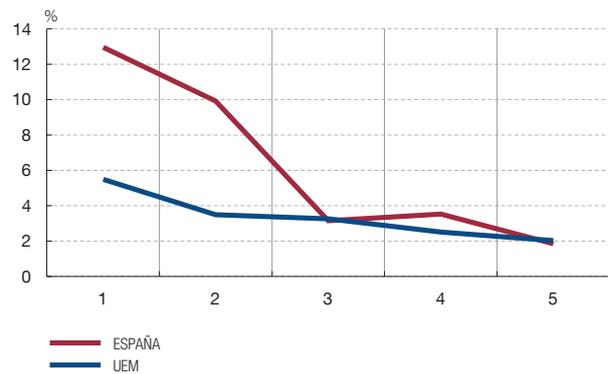
4 En el resto de componentes, de hecho, se registró una contracción. Véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: métodos, resultados y cambios desde 2008», *Boletín Económico*, enero 2014, Banco de España. Las cifras de deuda mediana están expresadas en euros de 2011.

5 Estos datos se refieren a 2011.

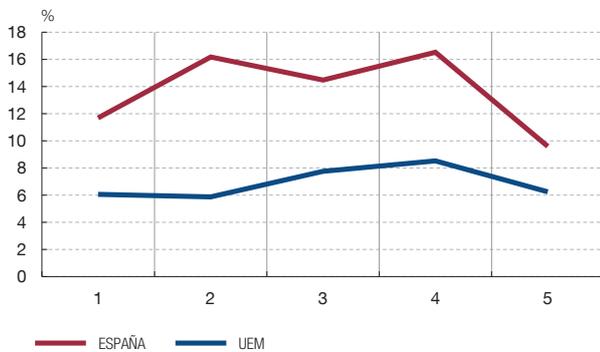
PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON INDICADORES DE PRESIÓN FINANCIERA ELEVADOS



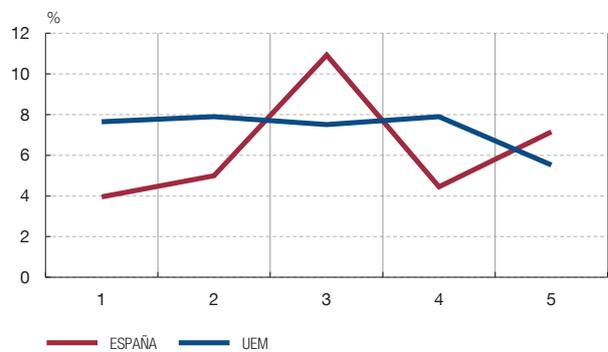
PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON PAGOS POR DEUDAS SUPERIORES AL 40 % DE SUS RENTAS. DESGLOSE POR QUINTIL DE INGRESOS (a). AÑO 2011



PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON RATIO DE DEUDA SOBRE RENTA SUPERIOR A TRES. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA (a). AÑO 2011



PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON RATIO DEUDA SOBRE RIQUEZA BRUTA DEL HOGAR MAYOR DEL 75 %. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA (a). AÑO 2011



FUENTES: Encuesta Financiera de las Familias y Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.

a Para España, los datos hacen referencia a 2011. Para la UEM, el año de referencia es 2010 para la mayoría de los países.

... pero son más elevadas en España que en la UEM para la mayoría de segmentos endeudados

El segmento de hogares que soporta una mayor presión financiera a corto plazo es también más elevado en España que en la UEM, aunque se ha reducido algo recientemente

En comparación con la UEM, la proporción de familias endeudadas era, a finales de la década actual, algo mayor en España, lo que se debe al mayor peso del crédito para la compra de vivienda en nuestro país⁶. La mayor incidencia de los préstamos hipotecarios en España también explica que la ratio de deuda sobre renta del hogar endeudado representativo sea superior, dado que las cantidades de los préstamos para la compra de inmuebles suelen ser más elevadas, y que la ratio de deuda sobre valor de los activos sea, sin embargo, menor que en el área del euro (aunque esta diferencia se ha reducido en el período más reciente, como consecuencia de la caída del precio de la vivienda en nuestro país).

El segmento de los hogares que soportan una mayor presión financiera a corto plazo, entendidos como aquellos cuya carga financiera asociada a los pagos de la deuda supera el 40% de su renta, es también más elevado en España (6,5%) que en la UEM (3,4%). Este porcentaje creció de manera ininterrumpida entre 2002 y 2008 (véase gráfico 2.3), pero se

⁶ Los datos de la UEM se basan en la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, que contiene una información similar a la de la EFF para 15 países de la UEM, y cuya primera edición se refiere a principios de la década actual. Para más detalles sobre la comparación con la UEM, véase M. A. Marchetti y C. Martínez Carrascal (2013), «Un análisis del endeudamiento de las familias a partir de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares de 2010», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

ha reducido en 2011 (última ola de la EFF disponible) gracias a la bajada de los tipos de interés a lo largo de la crisis. Por grupos de población, las familias con deudas pendientes con menores ingresos, menor patrimonio y aquellas en las que el cabeza de familia es joven son las que con mayor frecuencia se enfrentan a una presión financiera más elevada.

Los indicadores que se utilizan generalmente para aproximar la proporción de familias sujetas a una mayor presión financiera a más medio plazo (ratio deuda/renta por encima de 3 y ratio deuda/riqueza superior al 75 %) evidencian una continuación de la pauta creciente previa a la crisis. En el primer caso, el porcentaje (13,2 %) es también superior al observado en la zona del euro, mientras que en el segundo (8,1 %) es similar. Al igual que ocurre con el indicador de corto plazo, el porcentaje de hogares endeudados que soportan una mayor presión financiera a más medio plazo es superior en los de menores ingresos, en los de menor patrimonio y en aquellos en los que el cabeza de familia es joven.

El elevado nivel de endeudamiento de los hogares ha intensificado la contracción del consumo durante la crisis

A lo largo del último lustro se ha observado una relación positiva en las economías avanzadas entre el aumento de deuda de los hogares en la etapa anterior a la crisis y la intensidad de esta, a través del efecto que el endeudamiento tiene sobre la reducción del consumo (en particular, del de bienes duraderos)⁷. Dicho efecto puede operar a través de tres canales. En primer lugar, mediante un efecto riqueza que hace que el consumo varíe ante cambios en la riqueza neta de las familias. El endeudamiento permite adquirir un mayor volumen de activos y, por tanto, eleva la exposición de los hogares a caídas en su valor como las que han ocurrido durante la crisis. Por otro lado, los niveles de endeudamiento limitan en mayor medida el acceso al crédito, lo que eleva la proporción de hogares sujetos a restricciones de liquidez y, por tanto, con menor capacidad de gasto. Finalmente, la mayor incertidumbre induce un aumento del ahorro por motivo de precaución, que reduce el consumo. Este incremento de la incertidumbre es probablemente mayor para aquellas familias más endeudadas y, por tanto, más expuestas a las perturbaciones que suelen acompañar a una crisis⁸.

En España existe evidencia empírica sobre la importancia que estos canales han tenido en el desarrollo de la crisis. Los estudios realizados a partir de la EFF revelan, en primer lugar, que el efecto riqueza es relativamente pequeño en nuestra economía: ante una caída de la riqueza (inmobiliaria neta) de 100 euros, el consumo lo hace en solo 1 euro (0,4 euros si se trata de bienes duraderos)⁹. Sin embargo, según la misma fuente, el porcentaje de

7 Con datos internacionales, se ha estimado que, por cada 10 puntos porcentuales (pp) de incremento en la deuda de los hogares con anterioridad a la crisis, el consumo ha disminuido en 2,6 pp [véase FMI (2012), «Dealing with Household Debt», capítulo 3, *World Economic Outlook*, primavera]. En Estados Unidos, la mayor parte de la caída del PIB durante la recesión de 2007 a 2009 se debió a la reducción del consumo de los hogares —en particular, de bienes duraderos—, que fue mucho más intensa en aquellas áreas en las que los hogares estaban más endeudados [véanse A. Mian y A. Sufi (2010), «Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009», *IMF Economic Review*, 58 (1), pp. 74-117, y Th. Philippon y V. Midrigan (2011), *Household Leverage and the Recession*, NBER working paper 16965].

8 Véanse K. Dynan (2012), *Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?*, Brookings Papers on Economic Activity, primavera, pp. 299-362; T. Jappelli y L. Pistaferri (2013), *Fiscal Policy and MPC Heterogeneity*, CEPR Discussion Paper 9333; y Á. Estrada, D. Garrote, E. Valdeolivas y J. Vallés (2014), *Household Debt and Uncertainty: Private Consumption after the Great Recession*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación.

9 Véanse O. Bover (2005), *Wealth effects on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España, y C. Barceló y E. Villanueva (2010), *The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs*, Documentos de Trabajo, n.º 1002, Banco de España. Las estimaciones del efecto riqueza en relación con el gasto en consumo duradero proceden de una muestra de un panel de municipios españoles para el que se relacionan el gasto en automóviles entre 2007 y 2012 y las variaciones de la riqueza inmobiliaria que se ha registrado en dichos municipios [véase D. López-Rodríguez y F. Elías (2014), *Mortgage Lending Cycles with Heterogeneous Credit Quality: Evidence from the Spanish Housing Boom and Bust*, Documento de Trabajo del Banco de España de próxima publicación].

% total de hogares

		2005	2008	2011
Todos los hogares		11,6	16,4	19,1
Régimen de tenencia vivienda principal	Propiedad, sin hipoteca	13,2	16,7	19,8
	Propiedad, con hipoteca	11,6	17,5	17,4
	Otros regímenes	8,1	13,8	19,3
Riqueza inmobiliaria	Menor que el percentil 25	10,0	12,5	18,8
	Entre percentil 25 y 50	10,3	14,4	17,1
	Entre percentil 50 y 75	11,4	16,9	18,6
	Entre percentil 75 y 90	14,7	22,6	23,8
	Entre percentil 90 y 100	18,1	21,8	19,7
Deuda sobre renta (hogares endeudados)	Menor que el percentil 20	11,1	21,1	17,5
	Entre percentil 20 y 40	11,1	14,2	16,5
	Entre percentil 40 y 60	10,5	15,8	15,9
	Entre percentil 60 y 80	9,9	15,9	16,0
	Entre percentil 80 y 100	9,7	13,1	22,2

FUENTE: Encuesta Financieras de las Familias, Banco de España (EFF2005, EFF2008, EFF2011).

a Porcentaje de hogares que declaran ahorrar por motivos de emergencia.

hogares que declaran ahorrar por «motivos de emergencia», que se puede considerar como un indicador de la evolución del ahorro por motivo de precaución, pasó del 11,6 % en 2005 al 19,1 % en 2011, y el incremento fue sustancialmente mayor —de 12,5 pp— en el quintil de hogares más endeudados (véase cuadro 2.1).

En cuanto al papel de las restricciones de liquidez, el porcentaje de familias que solicitó un préstamo bancario disminuyó del 27,1 % en 2005 al 17,7 % en 2011. La caída fue mayor entre los hogares con algún tipo de deuda (de casi 20 pp) que entre los que no tenían ninguna; y, dentro de los primeros, fue más elevada para los que se encontraban en el quintil superior de la distribución de la ratio de deuda sobre renta (la reducción alcanzó en ese caso casi los 30 pp) (véase cuadro 2.2). En parte, esto refleja que los hogares en dicho quintil fueron también los que declaran haber aumentado más su propensión a ahorrar por motivos de emergencia (y, al ahorrar más, dejarían de recurrir al crédito). No obstante, la proporción de familias que no pidió un préstamo porque pensó que no le sería concedido aumentó también más en este quintil, lo que apunta a que su endeudamiento limitó su capacidad para acceder a nuevos créditos.

2.2 EL ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El endeudamiento de las sociedades no financieras alcanzó niveles muy elevados...

Durante la fase de expansión previa a la crisis, el endeudamiento de las sociedades no financieras también se incrementó a un ritmo muy elevado (del 15 %, en media anual, entre 1995 y 2007). Al igual que en el caso de las familias, la expansión de los pasivos se vio estimulada por unas condiciones de financiación muy holgadas y por unas expectativas optimistas sobre la rentabilidad de las inversiones. Este fenómeno fue especialmente intenso en algunas ramas de actividad, como, en especial, las vinculadas al sector inmobiliario, que concentraron alrededor del 55 % del incremento del crédito bancario a las empresas (véase gráfico 2.4). El fuerte retroceso de las ventas de inmuebles que acompañó a la crisis, junto con el descenso de su precio, trajo consigo crecientes dificultades para que una parte significativa de estas compañías pudiera hacer frente a sus compromisos de pago. Otras empresas, sin embargo, utilizaron los fondos para financiar

PRÉSTAMOS SOLICITADOS Y DENEGADOS O CONCEDIDOS POR IMPORTE INFERIOR EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS CUADRO 2.2

% de los hogares

		2005		2008		2011	
		Solicita	% con solicitud denegada, respecto a los que solicitan	Solicita	% con solicitud denegada, respecto a los que solicitan	Solicita	% con solicitud denegada, respecto a los que solicitan
Todos los hogares		27,1	12,0	22,9	12,4	17,7	23,2
Régimen de tenencia vivienda principal	Propiedad, sin hipoteca	19,6	11,5	16,2	7,4	12,2	17,6
	Propiedad, con hipoteca	43,4	10,2	36,6	14,6	26,8	21,4
	Otros regímenes	26,5	17,0	24,3	18,2	21,8	37,3
Riqueza inmobiliaria	Menor que el percentil 25	23,1	18,2	19,8	18,1	18,4	37,1
	Entre percentil 25 y 50	29,5	11,0	24,6	12,8	18,4	23,5
	Entre percentil 50 y 75	27,5	12,7	22,0	13,8	15,8	22,8
	Entre percentil 75 y 90	25,5	8,0	25,3	5,1	18,5	7,6
	Entre percentil 90 y 100	31,4	3,6	25,4	7,3	17,5	11,3
Deuda sobre renta (hogares endeudados)	Menor que el percentil 20	48,0	11,0	38,8	10,2	30,1	23,4
	Entre percentil 20 y 40	53,6	10,2	41,9	9,1	38,1	17,5
	Entre percentil 40 y 60	45,7	8,3	43,8	3,4	31,5	18,4
	Entre percentil 60 y 80	54,8	7,0	41,0	7,2	35,1	16,8
	Entre percentil 80 y 100	66,6	15,0	59,5	19,8	36,9	24,2

FUENTE: Encuesta Financieras de las Familias, Banco de España (EFF2005, EFF2008, EFF2011).

procesos de expansión internacional, que, en general, han contribuido a una mayor diversificación geográfica de sus ingresos, lo que ha permitido amortiguar el impacto de la caída del negocio interno.

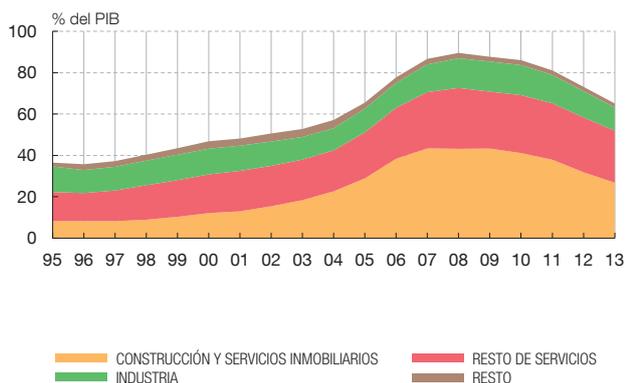
La ratio de deuda empresarial sobre PIB, que era a mediados de los noventa inferior a la de otros países de nuestro entorno (alrededor del 45 %), llegó a situarse en 2007 en el 132 % (117 % si se excluye la financiación interempresarial), muy superior a los registros observados en el promedio de la UEM (94 %), en Reino Unido (93 %) y en Estados Unidos (76 %) (véase gráfico 2.1)¹⁰. La inercia de los flujos de financiación y la evolución desfavorable del PIB hicieron que dicha ratio siguiera aumentando, hasta alcanzar cerca del 145 % del PIB a mediados de 2010. Tras la corrección acumulada desde entonces, a finales de 2013 se situaba en el 128 % del PIB, casi 30 pp por encima de los registros de la UEM y superior también a los de otras economías avanzadas, como Reino Unido o Estados Unidos.

... que afectan tanto a las pymes como a las empresas de mayor dimensión y son más acusados en algunas ramas, como las vinculadas al mercado inmobiliario...

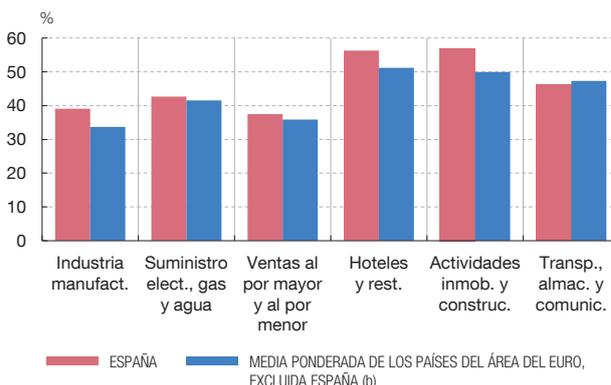
En comparación con el promedio de la UEM, el endeudamiento empresarial es más elevado en España en la mayoría de las ramas de actividad, especialmente cuando se pone en relación con los beneficios, aunque las diferencias son más acusadas en las vinculadas con el mercado inmobiliario. Esto sugiere que la necesidad de corrección de endeudamiento, aun siendo más intensa en los sectores ligados al mercado inmobiliario, no se limita a estos.

¹⁰ Para evaluar el grado de endeudamiento del sector empresarial es preferible no incluir los préstamos interempresariales, ya que estos son pasivos de unas compañías pero activos de otras. No obstante, el detalle de estos préstamos no está disponible ni para Estados Unidos ni para Reino Unido. Por este motivo, en el presente capítulo el concepto de pasivos utilizado para realizar la comparación internacional incluye la deuda interempresarial.

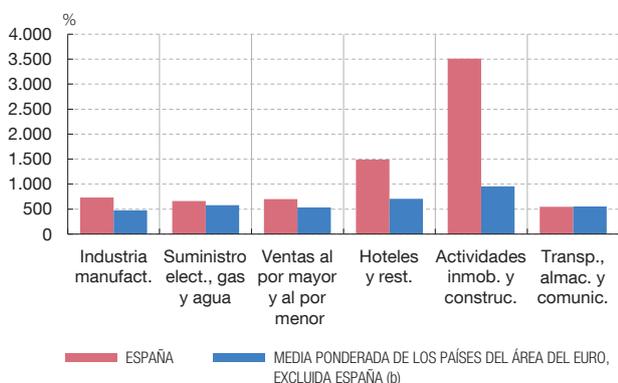
CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DISTRIBUCIÓN POR FINALIDADES DE GASTO (a)



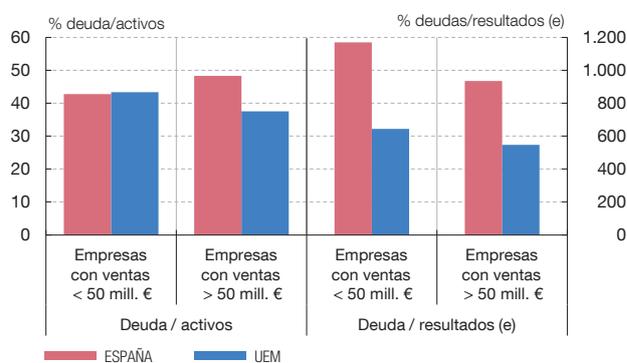
DEUDA / TOTAL ACTIVOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2012



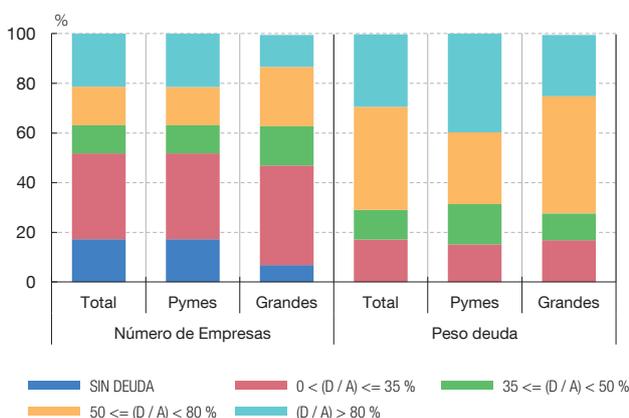
DEUDA / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2012



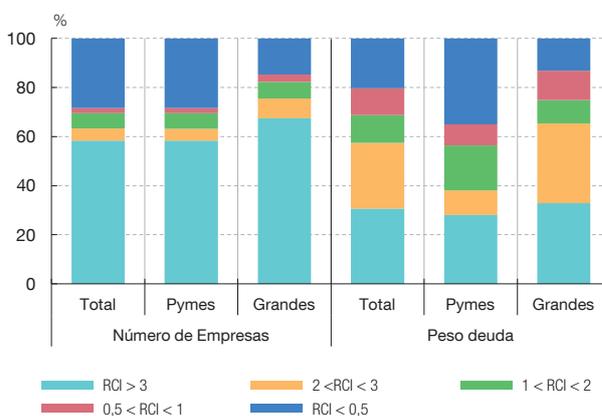
ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVOS Y SOBRE RESULTADOS. DESGLOSE POR TAMAÑO. ESPAÑA (c) Y UEM (d). AÑO 2012



EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DEUDA/ACTIVO NETO (D / A). AÑO 2012



EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE COBERTURA DE INTERESES (RCI). AÑO 2012 (f)



FUENTES: Banco de España y Bank for the Account of Companies Harmonised.

- a Incluye créditos titulizados y préstamos transferidos a la Sareb.
- b Media ponderada por PIB de los ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal, Bélgica y República Checa. Para Alemania y República Checa, la ratio corresponde a 2011, por no disponerse del dato de 2012. Para Alemania, a diferencia del resto de países, los pasivos incluyen la deuda con empresas del grupo y asociadas.
- c Media ponderada según la distribución sectorial del valor añadido bruto en la UEM de los ratios sectoriales.
- d Media ponderada por PIB y valor añadido de la UEM de los ratios sectoriales en Alemania, Francia, Italia, Portugal, Bélgica y República Checa. Para Alemania, a diferencia del resto de países, los pasivos incluyen la deuda con empresas del grupo y asociadas.
- e Resultado económico bruto.
- f RCI definida como (resultado económico bruto + ingresos financieros) / gastos financieros. Las empresas sin gastos financieros se incluyen en el grupo con RCI > 3.

El desglose por tamaño (aproximado por el volumen de las ventas) muestra que, con relación a los activos, el endeudamiento de las empresas españolas de mayor dimensión es más elevado que el de sus homólogas de la UEM, mientras que para las más pequeñas los niveles son similares. En términos de las rentas generadas, la ratio es más alta en nuestro país para ambos grupos de compañías, incluso después de controlar por diferencias en la distribución sectorial, y las discrepancias son más marcadas para las de menor dimensión, que, habiéndose visto más afectadas por la recesión, sufrieron una mayor contracción de sus resultados económicos.

... si bien hay una proporción destacada de empresas con niveles de endeudamiento moderados

En cualquier caso, existe una notable dispersión en el grado de endeudamiento dentro de cada sector de actividad y para empresas de distintos tamaños. Así, algo más de un 15 % de las pymes y casi un 7 % de las compañías de mayor dimensión no tienen deudas con coste. Y entre las compañías que sí las tienen, para un 42 % de ellas la ratio de apalancamiento es inferior al 35 %, mientras que para un 26 % supera el 80 %. Esta heterogeneidad se percibe también cuando se utilizan indicadores que miden el grado de presión financiera asociado a las deudas contraídas. Por ejemplo, mientras que un 30 % de las compañías (cuyos recursos ajenos equivalen al 31 % de los pasivos ajenos empresariales) obtuvo en 2012 unos flujos de ingresos que no fueron suficientes para cubrir sus gastos financieros, cerca del 60 % de ellas (que concentran otro 31 % del endeudamiento empresarial) no tuvo que pagar intereses o dedicó a ello menos de un tercio de sus resultados ordinarios. Por tanto, estos datos evidencian que el elevado endeudamiento agregado del sector de sociedades no financieras es compatible con la existencia de una proporción notable de empresas con niveles moderados de deuda. Para estas compañías, su grado de apalancamiento no parece que constituya un obstáculo para la obtención de recursos ajenos con los que financiar proyectos de inversión rentables. En esta línea, la información del crédito a escala micro muestra que, en 2012 y 2013, alrededor de un 40 % de las sociedades no experimentó contracción alguna en el saldo de su crédito vivo.

El endeudamiento de las empresas ha condicionado la evolución reciente de su actividad

La evidencia disponible desde el comienzo de la crisis revela que las empresas más endeudadas han experimentado una evolución más negativa de su actividad en términos de empleo e inversión (véase recuadro 2.1). Ello apuntaría a que el elevado endeudamiento del sector condiciona la evolución macroeconómica y subraya la necesidad de que se completen los procesos de saneamiento de la parte del tejido productivo que está sujeta a un mayor grado de presión financiera. La experiencia de otras recuperaciones económicas tras episodios de crisis financieras apunta, por otro lado, hacia patrones iniciales de crecimiento que, en el caso de las empresas, tienden a apoyarse en mayor medida en actividades menos intensivas en el uso del crédito y son financiadas con fondos alternativos, como la autofinanciación o los recursos propios. Esto tiende a contener los ajustes de precios en la medida en que las sociedades más endeudadas tendrán mayores dificultades para ajustar sus márgenes de beneficios¹¹.

2.3 LOS AVANCES EN LA CORRECCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

La disminución del endeudamiento del sector privado se puede producir por varias vías

La ratio de endeudamiento se puede reducir, bien mediante un descenso del saldo vivo de la deuda (el numerador de dicha ratio), o bien como consecuencia de un aumento de los recursos de los que disponen los agentes para hacer frente a dicho saldo (el denominador). El retroceso del saldo de pasivos puede, a su vez, ocurrir porque las amortizaciones de la deuda viva superan el flujo de nueva financiación bruta (flujo de financiación neta negativo), porque los préstamos resultan impagados o porque cambia su valoración (saneamientos y efectos valoración).

¹¹ Véase J. M. Montero y A. Urtasun (2014), *Price-Cost Mark-ups in the Spanish Economy: a Microeconomic Perspective*, Documentos de Trabajo, n.º 1407, Banco de España.

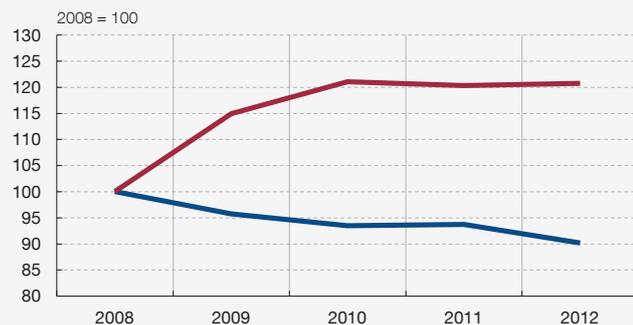
Antes de la crisis, el endeudamiento de las sociedades no financieras aumentó a un ritmo muy elevado. Después, ha registrado un lento y progresivo descenso, en un contexto caracterizado por una situación macroeconómica recesiva, que se ha traducido en un notable deterioro del empleo y de la inversión productiva. El objetivo de este recuadro es analizar en qué medida existe un comportamiento diferenciado dentro del sector de las sociedades no financieras en la evolución del empleo y de la inversión en activos fijos materiales, en función del grado de endeudamiento de las compañías. Para ello se utiliza la base de datos de la Central de Balances Integrada (CBI)¹, que contiene información microeconómica de una muestra de alrededor de

600.000 empresas por año, para el período comprendido entre 2008 y 2012 (último ejercicio disponible). Las compañías se separan en dos grupos en función de si al inicio de cada año su ratio de deuda sobre el activo neto estaba por encima o por debajo del nivel mediano de su sector de actividad.

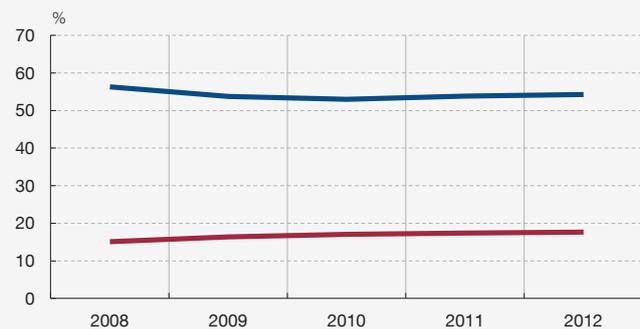
El gráfico 1 presenta la evolución de la deuda financiera para los dos grupos de empresas. Se observa, primeramente, que mientras que las sociedades más endeudadas fueron reduciendo progresivamente su volumen de recursos ajenos desde 2008, para el resto de compañías sus deudas presentaron una trayectoria creciente hasta 2010, estabilizándose en los dos años siguientes. Un análisis más detallado por sectores de actividad y tamaños confirma la existencia de pautas similares de comportamiento para todas las ramas de actividad, y tanto en las pymes como en las compañías más grandes. Como consecuencia de esta evolución, la ratio de deuda sobre activo neto de ambos agregados se fue aproximando, aunque de manera muy leve (véase gráfico 2). Esta convergencia es

1 Esta base de datos se obtiene como fusión de la CBA y de la CBB. La primera de ellas contiene información de unas 10.000 compañías que colaboran con la Central de Balances enviando sus datos anuales, y presenta un cierto sesgo hacia la gran empresa. La CBB está formada a partir de los depósitos de cuentas que realizan las sociedades en los Registros Mercantiles y contiene fundamentalmente información de empresas pequeñas y medianas.

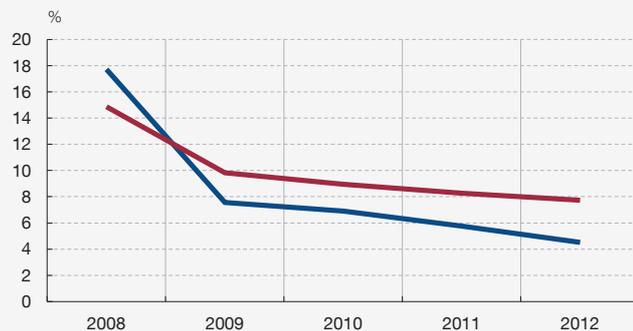
1 DEUDA CON COSTE



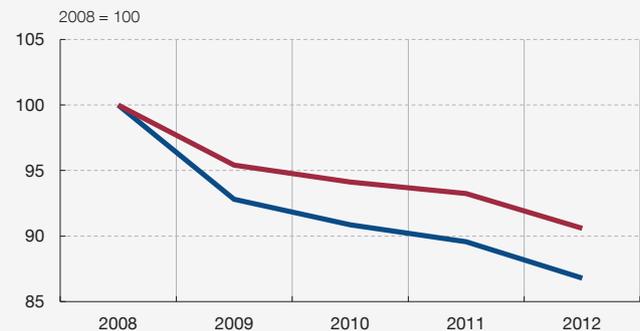
2 DEUDA / ACTIVO NETO



3 FBCF (c) / ACTIVOS FIJOS MATERIALES EN t-1



4 EMPLEO



— MÁS ENDEUDADAS (a)

— MENOS ENDEUDADAS (b)

FUENTE: Banco de España.

- a Empresas cuya ratio de endeudamiento es mayor que el endeudamiento mediano de su sector en t-1.
- b Empresas cuya ratio de endeudamiento es menor o igual que el endeudamiento mediano de su sector en t-1.
- c Formación bruta de capital fijo. En las empresas de la CBB este flujo se aproxima como diferencia de los saldos de balance de los activos fijos materiales, corregido por las dotaciones a la amortización.

más evidente si se excluye el sector de la construcción, cuya ratio de endeudamiento se ha visto presionada al alza por las elevadas pérdidas acumuladas durante el período analizado, que han minorado el denominador de este indicador.

Los gráficos 3 y 4 presentan la evolución de la inversión en activos fijos materiales (medida por la ratio entre el flujo de formación bruta de capital fijo y su saldo un año antes) y del empleo para cada uno de los dos grupos de empresas analizados (más y menos endeudadas). En ambos agregados se detectan una trayectoria decreciente de la inversión y una destrucción de empleo, pero la intensidad de las caídas es más notable para las compañías más

endeudadas. Esta pauta se observa para todos los sectores de actividad, y tanto en las pymes como en las empresas grandes.

En definitiva, los resultados de este recuadro apuntan a que el nivel de endeudamiento de las empresas ha condicionado sus decisiones de inversión y de empleo durante la crisis. En particular, aquellas en las que el peso de sus recursos ajenos era más elevado se han visto comparativamente más afectadas por la crisis, al ser más vulnerables a la contracción de los ingresos. Ello les ha obligado a acometer ajustes en sus balances y reducciones más intensas del empleo y la inversión en comparación con las compañías en una situación financiera más saneada.

La evidencia histórica pone de manifiesto que los procesos de reducción del endeudamiento que siguen a crisis financieras tienden a ser lentos y descansan, inicialmente, en contracciones del saldo vivo de la deuda¹². La razón principal es que estos procesos vienen acompañados de un débil crecimiento de las rentas que limita el gasto de los agentes y supone un lastre para la recuperación económica. Más adelante, una vez que la economía empieza a recuperarse, el descenso de la ratio tiende a ser compatible con un crecimiento de la deuda más moderado que el del PIB nominal.

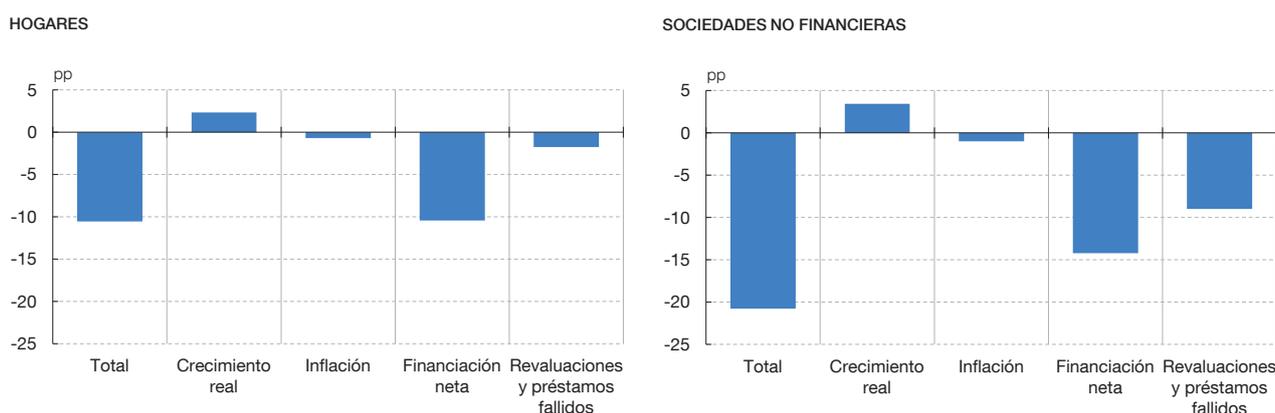
La corrección del endeudamiento privado en las economías avanzadas está ocurriendo con distinta intensidad y por diferentes vías, en función de la situación de cada país. Allí donde la recuperación de la actividad económica se ha producido antes y ha sido mayor y donde las reestructuraciones de la deuda de los hogares han tenido una mayor incidencia (Estados Unidos), la reducción del endeudamiento ha sido más rápida. También ha avanzado más deprisa en aquellos países donde la tasa de inflación ha sido más elevada (Reino Unido)¹³.

En España, la disminución del endeudamiento del sector privado no financiero ha avanzado significativamente, a pesar de la débil evolución del PIB

En España, el valor máximo de las ratios de deuda del sector privado sobre PIB se alcanzó a mediados de 2010. Desde entonces se ha producido una reducción acumulada hasta finales de 2013 de 11 pp en el caso de los hogares, y de 21 pp (16 pp cuando se incluye la deuda interempresarial) en el de las sociedades no financieras. En ambos, la reducción se ha producido fundamentalmente a través de flujos netos de deuda negativos, es decir, mediante amortizaciones de deuda superiores al flujo bruto de nueva financiación. Este factor aportó casi 11 pp de reducción para las familias y 15 pp para las empresas (véase gráfico 2.5). En este último caso, los saneamientos y los efectos valoración, incluyendo el impacto de la transferencia de los préstamos inmobiliarios a la Sareb, han desempeñado también un papel importante (8 pp). Por el contrario, la inflación ha tenido una contribución marginal y el crecimiento real, que ha sido negativo, ha tenido un efecto contrario (aumento de la ratio de endeudamiento). La reducción del endeudamiento conjunto de las empresas y de las familias españolas ha sido mayor que la registrada en economías como las de Estados Unidos, Reino Unido u Holanda, aquejadas también de

12 Véanse, por ejemplo, O. Aspachs-Bracons, S. Jódar-Rosell y J. Gual (2011), *Perspectivas de desapalancamiento en España*, Documentos de economía «la Caixa», y McKinsey (2012), *Debt and deleveraging: uneven progress on the path to growth*, McKinsey Global Institute.

13 Véase D. Garrote, J. Llopis y J. Vallés (2013), *Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 1302, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

a La ratio de endeudamiento se define como deuda (sin incluir crédito interempresarial) sobre PIB.

problemas de sobreendeudamiento privado. No obstante, el nivel que muestra la ratio en nuestro país continúa situándose todavía por encima del de estos países.

El descenso de la deuda de los hogares ha sido más intenso en los préstamos no destinados a la compra de vivienda

En el sector de los hogares, la contracción de la deuda ha sido cuantitativamente más importante en los préstamos no vinculados con la compra de vivienda, lo que refleja tanto el menor plazo relativo de estas operaciones (que hace que su amortización sea más rápida) como la falta de garantías en este tipo de préstamos que incrementa el riesgo para los prestamistas (lo que lleva a que las condiciones de oferta sean más sensibles al ciclo). De hecho, en esta modalidad de financiación el retroceso del saldo vivo empezó en 2008, antes que en el caso de la deuda inmobiliaria. Su reducción, por otra parte, resultó tanto del descenso de la proporción de familias endeudadas como del importe medio de los préstamos (véase gráfico 2.2). Por el contrario, en los créditos para la compra de vivienda la proporción de hogares endeudados se estabilizó entre 2006 y 2010, y se redujo muy lentamente solo a partir de 2011, mientras que el importe medio de los pasivos se ha reducido de una forma algo más intensa desde esa última fecha. Una parte del retroceso del saldo vivo de la deuda para la adquisición de inmuebles está ligada a la cancelación de préstamos asociada a la entrega de viviendas en situaciones de dificultades financieras de los prestatarios. Concretamente, durante 2012 y 2013 estas operaciones supusieron el 1,4 % de las hipotecas vivas.

Las empresas han utilizado distintas vías para reducir su endeudamiento y las que lo han hecho más intensamente son las más endeudadas

En el caso de las empresas, el descenso de la deuda ha sido bastante generalizado por sectores y ha afectado tanto a las compañías grandes como, especialmente, a las pymes, si bien la reducción se está concentrando en las sociedades más endeudadas, que son las que tienen mayores necesidades de saneamiento¹⁴. Por el contrario, aquellas otras que estaban poco endeudadas han aumentado, en promedio, sus deudas. Por otra parte, las compañías que han reducido sus recursos ajenos han utilizado diferentes vías para conseguirlo, como el uso de recursos generados internamente, el aumento del capital o la venta de activos, fundamentalmente financieros (y, en particular, acciones y participaciones en otras empresas), modalidad esta última a la que han recurrido especialmente algunas de las sociedades de mayor dimensión¹⁵.

14 Véase Á. Menéndez y M. Méndez (2013), «La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

15 Para más detalles sobre las vías utilizadas por los grandes grupos empresariales para reducir su endeudamiento, véase el recuadro 1 en Á. Menéndez y M. Méndez (2013), «Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2012 y avance de cierre del ejercicio», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.

3 El endeudamiento de la nación

3.1 EL PAPEL DEL SISTEMA BANCARIO

El aumento de la deuda del sector privado lo financió el sistema bancario captando fondos en los mercados internacionales...

La economía española presenta un elevado grado de bancarización, de modo que el grueso de la financiación captada por los hogares y las sociedades no financieras procede del sistema bancario nacional. Por tanto, la contrapartida del fuerte crecimiento de los pasivos de las familias y las empresas durante los años anteriores a la crisis fue la expansión de los balances y la actividad de las entidades de crédito residentes. Entre 1995 y 2007 sus activos totales avanzaron un 286 %, el número de oficinas lo hizo en un 25 % y el empleo del sector en un 12 %. En 2008 la ratio de crédito sobre PIB se situó en el entorno del 170 %, muy superior a las de otros países de nuestro ámbito (105 % en la UEM, 132 % en Reino Unido, 64 % en Estados Unidos). La expansión vino acompañada, como ya se ha comentado, de una progresiva concentración en operaciones ligadas al mercado inmobiliario.

Ante la insuficiencia del ahorro nacional para financiar esta expansión del crédito, las entidades bancarias recurrieron a los mercados internacionales de deuda. La mayor parte de los fondos se captó a través de la emisión de valores de renta fija a largo plazo, realizadas directamente por las propias entidades (como, por ejemplo, las cédulas hipotecarias) o a través de vehículos (como en el caso de los bonos de titulización). Como resultado, las tenencias de no residentes de instrumentos de renta fija emitidos por las instituciones financieras nacionales se elevaron del 0,4 % del PIB en 1995 al 62,5 % del PIB en 2007, en un contexto generalizado de internacionalización de los flujos financieros, e impulsadas también por el ingreso de España en la UEM.

... de modo que la situación del sistema bancario se vio muy afectada por la crisis...

El sobredimensionamiento del sistema bancario, junto con el sesgo de sus carteras hacia las actividades vinculadas al sector inmobiliario, hizo a este sector vulnerable a perturbaciones macroeconómicas adversas, y en particular a las vinculadas al mercado inmobiliario. En estas circunstancias, la crisis económica iniciada en 2008 acabó menoscabando la situación financiera y patrimonial del sistema bancario, aunque con un grado de incidencia muy heterogéneo por entidades.

... lo que hizo necesario llevar a cabo un importante proceso de reestructuración, recapitalización y saneamiento del sistema bancario y de reforma regulatoria

Por todo ello, fue necesario acometer un importante proceso de reforma del sistema bancario, que se articuló en torno a cuatro líneas de acción: reestructuración, recapitalización, saneamiento y reforma del marco regulatorio y supervisor¹⁶. Estas actuaciones se han analizado en el capítulo 1 de este Informe, pues han sido uno de los factores más relevantes de la evolución de la economía española durante el período de referencia.

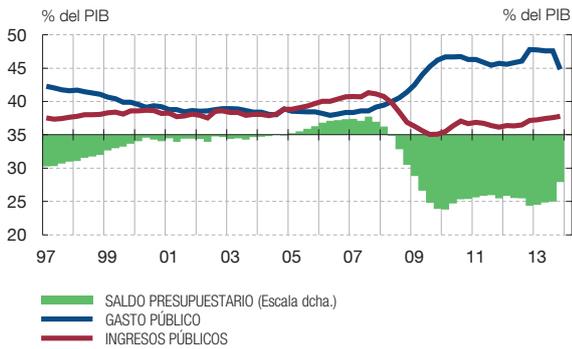
3.2 EL PAPEL DEL SECTOR PÚBLICO

Las ayudas del sector público a la reestructuración del sistema bancario vinieron a sumarse a las crecientes necesidades de financiación de las AAPP

Las actuaciones para el saneamiento y la reestructuración del sistema bancario requirieron inyecciones públicas de capital. Los recursos necesarios se obtuvieron, en parte, mediante un programa de apoyo europeo específico por valor de 41 mm de euros, que fue solicitado en julio de 2012 y completado con éxito a comienzos de 2014. La financiación de las inyecciones vino a sumarse a las crecientes necesidades financieras de las AAPP que trajo consigo la crisis, vinculadas fundamentalmente al funcionamiento de los estabilizadores automáticos y a las medidas discrecionales de carácter expansivo que se adoptaron (véase gráfico 2.6). Las ayudas y estímulos al sector privado, en un contexto de fuerte caída de la recaudación impositiva, se tradujeron en déficits públicos crecientes y en un rápido aumento de la deuda pública. A través de todas estas actuaciones se fue acentuando la vinculación entre ambos sectores, de manera que, en última instancia, se fue trasladando parte de los costes de ajuste del sector privado hacia el sector público.

¹⁶ Véase el capítulo 3 del *Informe de Estabilidad Financiera*, de noviembre de 2012, del Banco de España.

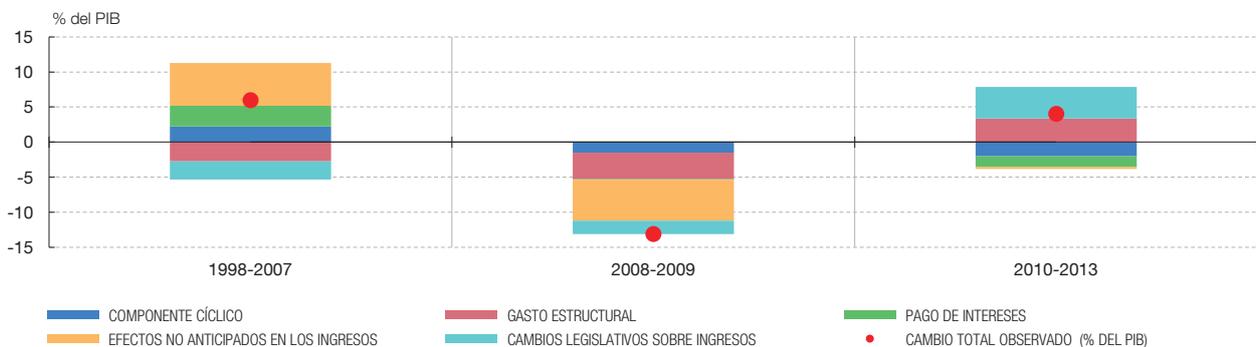
SALDO PRESUPUESTARIO, INGRESOS Y GASTOS (Acum. 4 trim.)



INTERÉS IMPLÍCITO DE LA DEUDA



DETERMINANTES DE LOS CAMBIOS EN EL SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (PORCENTAJE ACUMULADO DEL PIB TENDENCIAL)



FUENTE: Banco de España.

La mayor parte del aumento de la deuda pública tuvo que financiarse mediante el recurso al resto del mundo y al propio sistema bancario, a través de los cuales se captaron, respectivamente, un 31 % y un 47 % de los nuevos fondos. Como resultado, tuvo lugar no solo un ascenso del endeudamiento exterior de la economía española, sino también un importante incremento de la exposición de la banca al sector público.

Los vínculos entre el sistema bancario y el sector público realimentaron espirales de riesgo entre ambos que han dificultado la resolución de la crisis de deuda

El aumento de la exposición de la banca a las AAPP y la asunción por parte de estas de una parte muy importante del saneamiento de algunas entidades financieras han contribuido a incrementar la interconexión entre la posición financiera del sistema bancario y la del sector público. La combinación de ambas situaciones con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas conformó los tres vértices de un triángulo de interacciones negativas que fueron especialmente intensas en los momentos de mayor tensión en los mercados financieros durante la crisis europea de deuda y que pusieron de manifiesto, en última instancia, la dificultad de mantener una moneda única en presencia de mercados financieros altamente integrados, mientras que se mantienen las políticas de supervisión y resolución bancarias en manos de las autoridades nacionales¹⁷. La debilidad del crecimiento económico esperado melló, por un lado, las expectativas de rentabilidad de las entidades.

¹⁷ Para evidencia empírica sobre estas interacciones negativas entre los sectores bancario y público, véanse V. V. Acharya, I. Drechsler y Ph. Schnabl (2012), «Tale of two overhangs: the nexus of financial sector and sovereign credit risks», y R. Breton, C. Pinto y P.-F. Weber (2012), «Banks, moral hazard, and public debts», en Banco de Francia (2012), *Public debt, monetary policy and financial stability. Financial Stability Review*, abril. La crisis europea, en general, y la naturaleza de los vínculos entre fragilidad financiera del sistema bancario y del sector público, en particular, se trataron más ampliamente en el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012*.

Esto repercutió negativamente sobre sus costes de financiación y la traslación de esos mayores costes al precio de los créditos debilitó las posibilidades de un mayor crecimiento. Por otro lado, afectó negativamente a las proyecciones de las finanzas públicas a través de su impacto sobre los estabilizadores automáticos y también como resultado de la percepción de un mayor riesgo de una eventual intervención pública en el sistema financiero que habían alimentado los efectos antes comentados sobre la rentabilidad bancaria. Las consiguientes dificultades esperadas para la actuación estabilizadora de las AAPP retroalimentaron, a su vez, las expectativas de un crecimiento demasiado débil.

3.3 EL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Como resultado de la evolución de la posición financiera de los sectores y de los vínculos entre ellos, se produjo un fuerte aumento del endeudamiento de la nación

El endeudamiento de los distintos agentes económicos nacionales y las interrelaciones entre ellos tienen su reflejo en la posición financiera del conjunto de la nación frente al exterior. Así, la acumulación de deudas por parte del sector privado durante la fase expansiva anterior a la crisis, superior a la capacidad de ahorro del sector público, se tradujo en sucesivos déficits por cuenta corriente y de capital. Y como resultado de estos déficits y de la evolución de los precios relativos de nuestros activos y pasivos frente al resto del mundo¹⁸, los pasivos netos frente al exterior del conjunto de los agentes residentes aumentaron sustancialmente (en porcentaje del PIB) desde mediados de la última década del siglo pasado hasta el inicio de la crisis financiera mundial en 2007 (véase gráfico 2.7). Desde entonces han seguido elevándose, aunque a un menor ritmo, en un contexto en el que la economía ha continuado presentando necesidades de financiación, si bien cada vez menores, hasta que en 2013 se ha registrado una capacidad de financiación neta. Los pasivos brutos aumentaron en mayor medida, ya que esta evolución vino acompañada de una mayor internacionalización de la economía española, que se reflejó en un crecimiento de los activos frente al resto del mundo.

La evolución de los pasivos estuvo determinada fundamentalmente por el comportamiento de la deuda externa, que incluye solo los pasivos que conllevan obligaciones de pago, frente a otros que, como las inversiones en instrumentos de renta variable, no generan esos compromisos. Si se considera exclusivamente la deuda externa bruta (160 % del PIB en diciembre de 2013), la posición actual de la economía española no es significativamente distinta a la de naciones como Alemania, e incluso es inferior a las de Francia y Reino Unido. Sin embargo, dado que estos países poseen un volumen de activos frente al exterior mayor, en términos netos la posición de inversión internacional de España muestra cifras elevadas (98 % del PIB), superadas solo por Portugal, Irlanda y Grecia de entre los países de la zona del euro y muy por encima del umbral fijado por la Comisión Europea como señal de alerta para la identificación de desequilibrios macroeconómicos en el nuevo procedimiento de supervisión de la UE (35 %).

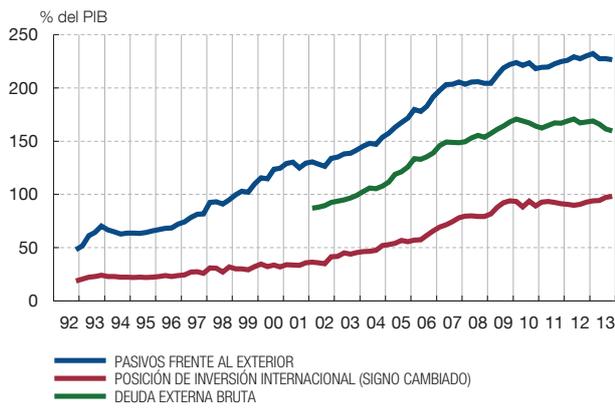
Los riesgos asociados a una determinada posición frente al resto del mundo dependen de su magnitud y de la composición de los pasivos

La sostenibilidad de la posición financiera frente al exterior depende, en última instancia, de la capacidad para hacer frente a los pagos periódicos asociados a ella, a su amortización a vencimiento y, también, a posibles retiradas de fondos por parte de los inversores extranjeros o a la no renovación de las operaciones que, en el momento de vencer, necesitan ser renovadas. Por tanto, es relevante no solo el volumen de los pasivos frente al exterior, sino también su composición por plazos e instrumentos.

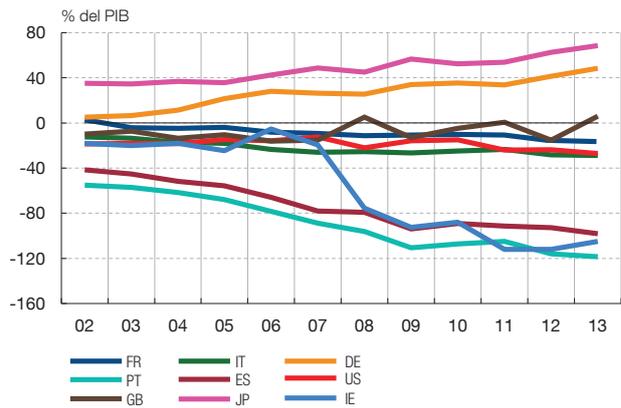
Las inversiones directas y en acciones cotizadas implican, desde esta perspectiva, un menor riesgo, por el carácter generalmente más permanente de las primeras y la menor exigibilidad de las segundas. Dentro del resto de inversiones (inversiones de cartera y otra inversión), su

¹⁸ De acuerdo con estimaciones basadas en la información de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de España, los efectos valoración (junto con otros ajustes) explican algo más de la mitad del aumento de los pasivos netos frente al exterior entre 1995 y 2007.

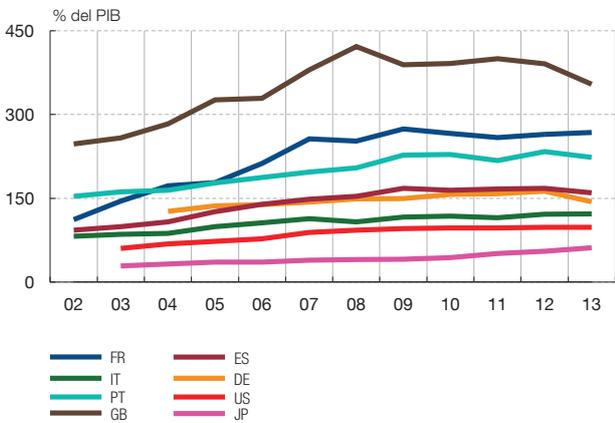
EVOLUCIÓN DE LOS PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR



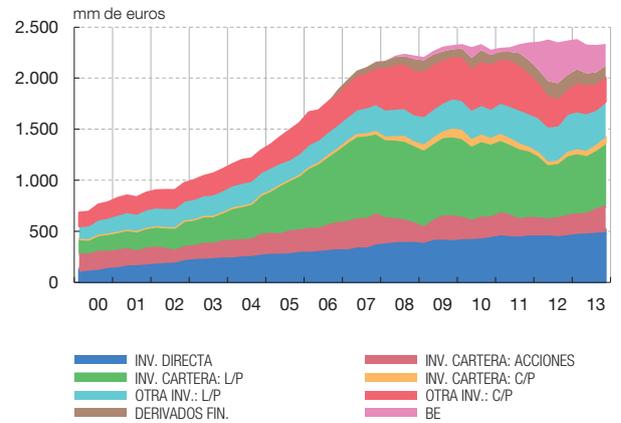
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (a)



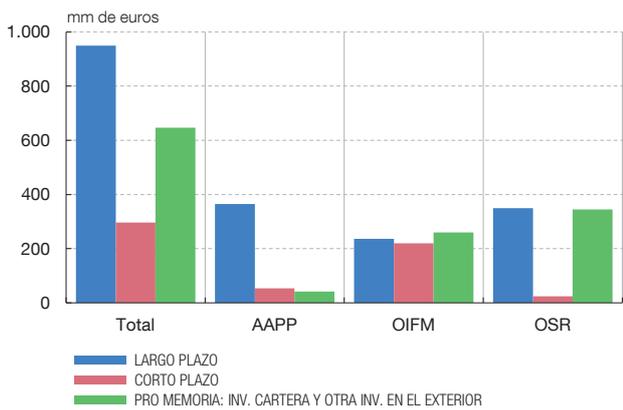
DEUDA EXTERNA BRUTA (a)



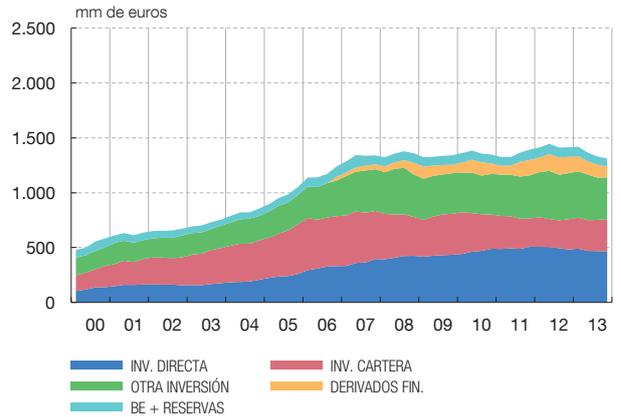
PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR



INVERSIONES DE CARTERA Y OTRAS INV. DEL EXTERIOR EN ESPAÑA (b) Septiembre de 2013



ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, fuentes nacionales y Banco de España.

- a Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal; US: Estados Unidos; GB: Reino Unido; JP: Japón; IE: Irlanda).
- b Excluyendo Banco de España.

exigibilidad varía con el plazo de vencimiento de los instrumentos. Por último, la participación en la UEM genera posiciones activas y pasivas entre los bancos centrales partícipes (activos intrasistema) que no tienen un vencimiento determinado y que no son, por tanto, exigibles en sentido estricto. Sin embargo, su nivel resulta informativo en tanto que una posición deudora neta elevada en estos activos se corresponde con una mayor dependencia de las entidades de crédito residentes de la financiación procedente del Eurosistema¹⁹.

Aunque el grueso de la financiación externa corresponde a inversiones de cartera a largo plazo y los riesgos de refinanciación a corto plazo son limitados...

El grueso de los pasivos frente al exterior corresponde a inversiones de cartera de los no residentes en instrumentos emitidos a largo plazo (principalmente, de instituciones financieras). Las inversiones a corto plazo, que conllevan mayores riesgos de refinanciación, corresponden en cerca de un 80 % a pasivos de las entidades de crédito españolas. A su vez, una gran parte de estos son préstamos interbancarios, de los cuales un tercio de ellos está colateralizado. Además, un 58 % de los que no están colateralizados corresponde a la banca extranjera. Ambos factores reducen significativamente los riesgos de su posible no renovación. Teniendo en cuenta además los activos interbancarios disponibles frente al exterior, la posición neta deudora no colateralizada de los bancos nacionales era prácticamente nula a finales de 2013.

En el resto de sectores, los pasivos exigibles frente al exterior son fundamentalmente instrumentos de largo plazo. Por otro lado, como ya se ha señalado para las entidades de crédito, estos sectores disponen también de activos frente al exterior que, aunque se han reducido en los últimos años, y aun teniendo en cuenta que los agentes privados que son tenedores de activos no coinciden exactamente con los prestatarios, todavía suponen un cierto colchón para afrontar posibles retiradas de fondos.

... el mantenimiento de una posición deudora neta tan elevada es un importante factor de vulnerabilidad

Aunque los riesgos de refinanciación están contenidos, el mantenimiento de una posición deudora neta elevada frente al exterior constituye un elemento de vulnerabilidad para la economía española, tanto por el drenaje de recursos que suponen los pagos asociados a dicha deuda como, sobre todo, por la exposición a posibles episodios de inestabilidad.

4 La reducción del endeudamiento: condicionantes y retos

El elevado nivel de endeudamiento de la economía condiciona el crecimiento y constituye un importante factor de vulnerabilidad, por lo que su reducción resulta ineludible

El abultado endeudamiento de las familias, las empresas y las AAPP españolas condiciona su capacidad para acometer nuevas decisiones de gasto y de contratación. Al mismo tiempo, la agregación de esas deudas se traduce en una elevada posición deudora del conjunto de la economía frente al resto del mundo, que la hace vulnerable ante posibles perturbaciones que alteren el normal funcionamiento de los mercados financieros internacionales o que afecten a la confianza de los inversores extranjeros en nuestra economía. Por todo ello, la reducción de los ratios de endeudamiento hacia registros más confortables es una condición imprescindible para afianzar una senda estable de crecimiento.

El ajuste se ha iniciado, pero discurre de manera gradual y deberá completarse en condiciones exigentes

El proceso de reconducción del grado de endeudamiento del sector privado se inició hace algún tiempo, pero las singulares condiciones macroeconómicas en las que se está desarrollando limitan su velocidad de avance. En primer lugar, el impulso al crecimiento económico, necesario para reducir el peso de las deudas, descansa en gran medida en la continua consecución de ganancias de competitividad, lo que requiere mantener una moderación de precios que garantice un comportamiento favorable de los diferenciales de inflación en relación con la media de la UEM. Los bajos niveles de inflación que experimenta la UEM en estos momentos y las proyecciones disponibles para su comportamiento

¹⁹ Véase la nota «Los activos del Banco de España frente al Eurosistema en la Balanza de Pagos» (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/bpagos/bpabe.pdf>).

futuro evidencian que el alivio de las ratios de endeudamiento que pueda suministrar el aumento del nivel de precios continuará siendo bastante limitado. Asimismo, la senda prevista de recuperación de la economía apunta a tasas de crecimiento real moderadas, cuya contribución a la reducción de las ratios de deuda sería igualmente modesta.

El elevado endeudamiento público hace imprescindible la continuidad de la consolidación fiscal

A pesar de los avances conseguidos en el proceso de consolidación fiscal, el descenso del endeudamiento público aún no ha comenzado. Según las previsiones disponibles, el ajuste fiscal pendiente para conseguir estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB resulta todavía considerable. En concreto, de acuerdo con la última actualización del Programa de Estabilidad, situar la ratio de deuda pública-PIB por debajo del 100 % en el horizonte de 2017, requeriría una reducción acumulada del déficit primario de 6,4 pp de PIB. Debe tenerse en cuenta que la consolidación fiscal que permitió estabilizar la deuda pública en el 70 % del PIB en la primera mitad de los años noventa comportó una disminución del déficit primario en el conjunto del período de 3,6 pp²⁰.

Estas consideraciones subrayan la importancia de la consolidación fiscal para, primero, estabilizar y, posteriormente, reducir la ratio de endeudamiento público. Ello disminuiría la vulnerabilidad de nuestra economía frente a posibles perturbaciones adversas, al tiempo que contribuiría a reducir el coste de financiación de los otros sectores de la economía, facilitando la disminución del endeudamiento privado.

En estas condiciones, las políticas de reformas estructurales constituyen la opción disponible más evidente para compatibilizar la necesidad de corregir el endeudamiento de la economía con el crecimiento económico...

En estas condiciones, las políticas de oferta constituyen la mejor opción para compatibilizar el ajuste del endeudamiento privado y público con un crecimiento económico sostenido. La objeción habitual a este tipo de reformas en períodos recesivos es que pueden producir, en el corto plazo, disminuciones en las rentas de los agentes que se traduzcan en un aumento de las ratios de endeudamiento privado y de sus cargas asociadas. Sin embargo, cuando existen restricciones a la capacidad de endeudamiento, como ocurre en la situación actual, reformas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados de productos y de trabajo pueden estimular con carácter bastante inmediato el empleo y la demanda agregada —y, por tanto, elevar las rentas de los agentes económicos— (véase recuadro 1.2). Además, los efectos positivos de dichas reformas sobre la productividad redundan en ganancias de competitividad, que, conjuntamente con las propiciadas por los ajustes en los costes laborales, contribuyen a estimular el crecimiento económico y a reducir la deuda externa.

... acompañadas de mecanismos que faciliten la supervivencia de empresas viables con problemas financieros...

El carácter no contingente de los contratos tradicionales de deuda se traduce en que el coste que suponen para los deudores no se ajusta ante cambios en su situación financiera o perturbaciones adversas que afecten a sus flujos de ingresos. Sin embargo, está en el interés de los acreedores evitar la insolvencia de los deudores cuando se producen dichas perturbaciones adversas. Así, bajo determinadas condiciones, acuerdos que faciliten el servicio de la deuda mediante la modificación ordenada, en casos bien delimitados, de algunos de sus términos pueden ser favorables para ambas partes. El reto consiste en diseñar legalmente unos procedimientos que eviten los problemas de riesgo moral y que no pongan en peligro la solvencia de los acreedores, que en una situación de crisis financiera son también más vulnerables a los impagos²¹.

El marco legal del concurso de acreedores fue regulado en España en 2003, pero se ha sometido a un intenso proceso de reforma posteriormente, incluyendo, más recientemente,

20 Véase P. Hernández de Cos y J. F. Jimeno (2013), *Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case*, Documentos Ocasionales, n.º 1303, Banco de España.

21 Véase A. Mian, A. Sufi y F. Trebbi (2012), *Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crisis*, NBER working paper 17831.

El concurso de acreedores empresarial es un procedimiento legal que tiene como objetivo reconducir una situación de insolvencia de un prestatario, bien a través de un acuerdo (convenio) entre los acreedores y la empresa deudora, o bien mediante la liquidación de esta. En el primer caso se pacta una reducción en el nominal de la deuda (quita) y/o un calendario de pagos (espera). En el segundo se paga a los acreedores mediante la venta de los activos de la compañía de acuerdo con el orden de prelación establecido en la Ley. Estos procedimientos existen en todos los países desarrollados y en la mayoría de las economías emergentes. En España, están regidos actualmente por la Ley Concursal¹, que fue aprobada en 2003 y que entró en vigor el 1 de septiembre de 2004. La crisis económica puso de manifiesto algunas deficiencias de la ley, por

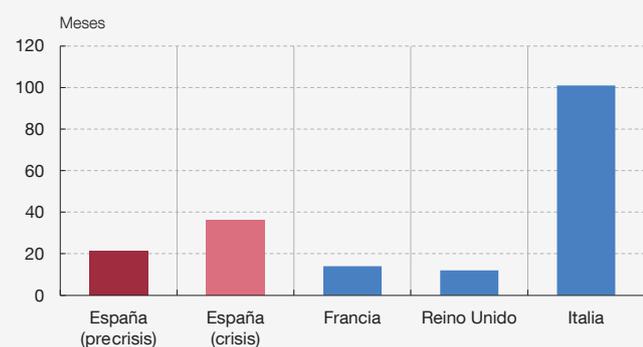
lo que ha sido objeto de cuatro grandes reformas, a través del Real Decreto-ley 3/2009², la Ley 38/2011³, la Ley de Emprendedores⁴ y el Real Decreto-ley 4/2014⁵.

La principal función de los concursos de acreedores es solventar los problemas de coordinación e información asimétrica que dificultan las renegociaciones privadas y los recobros individuales de deudas y que pueden llevar a que se alcancen resultados

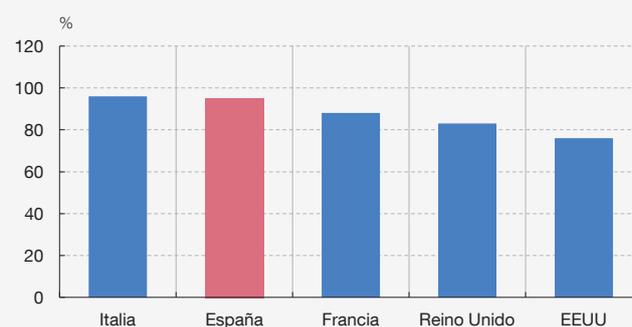
1 Este procedimiento también puede ser usado por personas físicas sin actividad empresarial (consumidores), si bien este recuadro se centra en el caso de las empresas.

2 Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica.
 3 Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.
 4 Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
 5 Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

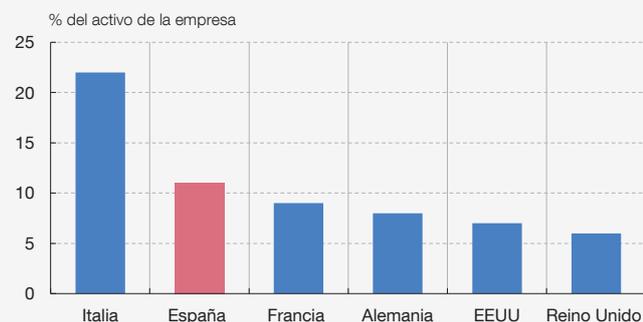
1 DURACIÓN DE LOS CONCURSOS DE ACREEDORES (a)



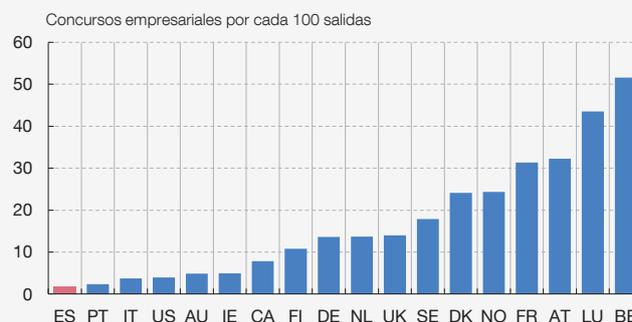
2 PORCENTAJE DE LIQUIDACIONES DE EMPRESAS CONCURSADAS (b)



3 COSTES DIRECTOS DE LOS CONCURSOS (c)



4 TASAS DE CONCURSOS EMPRESARIALES (d)



a Los datos de España corresponden a 2007 (precrisis) y 2012 (crisis), los de Francia e Italia a 2007 y los de Reino Unido a 2006. Fuentes: Consejo General del Poder Judicial (2012 y años anteriores), «La Justicia Dato a Dato. Año 2012», Estadística Judicial; Ministère de la Justice (2010), «Annuaire statistique de la Justice», Édition 2009-2010, y S. Frisby (2006), *Report on Insolvency Outcomes*, The Insolvency Service Report, U.K. Istat.
 b Los datos de España, Reino Unido y Estados Unidos corresponden a 2004-2012, los de Italia a 2004-2007 y los de Francia a 2004-2008. Fuentes: M. Celentani, M. García-Posada y F. Gómez (2010), *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis*, Working Paper 2010-2011, FEDEA; Consejo General del Poder Judicial y E. van Hemmen (2013 y años anteriores), «Estadística concursal. Anuario 2012», Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid; The Insolvency Service, United States Courts. Los datos de liquidaciones en Reino Unido engloban también las ventas del negocio entero a terceros, por lo que estas cifras sobreestiman el porcentaje de empresas que son desmanteladas.
 c Año 2013. Fuente: Doing Business (Banco Mundial).
 d Año 2010. Fuentes: Eurostat, OCDE, fuentes nacionales y Euler Hermes (2011), «Economic Outlook 2011», n.º 4, Business Insolvency Worldwide, Evreux.

subóptimos para prestamistas y prestatarios. Los problemas de coordinación se dan cuando hay un número elevado de acreedores con intereses divergentes, mientras que los de información asimétrica son especialmente importantes en el caso de acreedores pequeños, poco informados y con una relación comercial corta con el deudor y de prestatarios de reducida dimensión. Los cobros individuales de deudas de una empresa cuyos activos no cubren sus pasivos exigibles suelen desembocar en una carrera en la que cada acreedor intenta ser el primero en recuperar los fondos (*creditors race*), lo que puede llevar al desmantelamiento de una empresa solvente, pero con problemas de liquidez, y a pérdidas para todos los acreedores.

El concurso de acreedores en España intenta resolver estos problemas mediante varios mecanismos. Con carácter general, el comienzo del concurso paraliza todos los procedimientos de ejecución contra la empresa. Además, se elabora una relación de todos los activos de la empresa y de todos los créditos frente a ella, de forma que todos los acreedores tengan la misma información sobre la situación patrimonial de la compañía. Finalmente, para que un convenio prospere se requieren los votos a favor de acreedores que representen, al menos, el 50 % del pasivo de la empresa que no esté amparado por garantías reales.

No obstante, diversos factores han impedido que, en la práctica, los concursos de acreedores en España hayan llevado a cabo su función de forma satisfactoria. Primero, su duración es muy larga si la comparamos con similares procedimientos en países de nuestro entorno, con la excepción de Italia, y ha aumentado significativamente desde el inicio de la crisis (véase gráfico 1). Segundo, una proporción muy elevada de empresas concursadas (95 %) termina en liquidación. Dado que parece improbable que prácticamente todas las empresas que entran en concurso sean inviables, el sistema estaría siendo incapaz de reestructurar la deuda de compañías solventes pero con problemas de liquidez. En cuanto a los países de nuestro entorno, solo Italia presenta un porcentaje similar, mientras que las cifras de Francia, Reino Unido y Estados Unidos son sustancialmente inferiores (véase gráfico 2). Finalmente, como muestra el gráfico 3, los concursos en España presentan altos costes directos, consumiendo una parte importante del activo de la empresa, mayores que los observados en Reino Unido, Estados Unidos, Alemania y Francia, y solo inferiores a los de Italia. Estos factores contribuyen a que en España los concursos de acreedores sean mucho menos utilizados por las empresas bajo presión financiera que en la mayoría de países desarrollados, como evidencian las tasas de concursos (número de empresas que entran en concurso partido por aquellas que salen del mercado), que se ilustran en el gráfico 4.

La necesidad de contar con procedimientos rápidos y flexibles es particularmente importante en el caso de empresas grandes y me-

dianas, donde los problemas de coordinación pueden reducir el éxito de las negociaciones privadas al tener un número elevado de acreedores. Por el contrario, es más probable que las reestructuraciones privadas funcionen en las pequeñas, ya que cuentan con un reducido número de prestamistas (el 35 % de las pymes españolas con deuda bancaria mantiene relaciones con una sola entidad y el 60 % con una o dos entidades⁶).

Las reformas de la Ley Concursal llevadas a cabo recientemente, dentro de la Ley de Emprendedores y el Real Decreto-ley 4/2014, profundizan en las alternativas al concurso. La primera establece un procedimiento específico —el acuerdo extrajudicial de pagos— para autónomos y pequeñas empresas, que son aquellos que menos uso hacían de los concursos, debido a sus altos costes fijos. El segundo introduce cambios en el funcionamiento de las refinanciaciones preconcursales para hacerlas más atractivas y efectivas, con la finalidad de que las empresas puedan reestructurar su deuda de forma más ágil y sin tener que solicitar el concurso.

Más concretamente, el Real Decreto-ley 4/2014 simplifica los procedimientos necesarios para llevar a cabo dichas operaciones y para que se paralicen las ejecuciones individuales de deuda mientras las negociaciones tienen lugar. Por otra parte, amplía el catálogo de los términos de dichos acuerdos que se pueden imponer a los acreedores disidentes. Así, además de esperas, pueden establecerse quitas, la conversión de deuda en capital y otros instrumentos financieros, así como la cesión en pago de bienes o derechos de la empresa en dificultades. La capitalización de la deuda, por otra parte, no convierte por sí misma a los acreedores que hagan uso de ella en personas especialmente relacionadas con el concursado, con lo que se evita que reciban el trato perjudicial (subordinación de sus créditos) que en el seno del concurso reciben con carácter general los accionistas o socios de la empresa en concurso que la hubieran financiado. La norma establece también que, de manera temporal, durante un período de dos años desde la entrada en vigor de la ley, toda la nueva financiación (anteriormente, el 50 %) que haya sido concedida en el marco de un acuerdo de refinanciación tenga la consideración de crédito contra la masa, dotándola así de mayor preferencia en el cobro. En la medida en que los acuerdos alcanzados respondan a un plan viable que permita la continuidad de la empresa, los pasivos resultantes de la negociación conllevarán, lógicamente, un menor riesgo de impago. En el caso particular de los acreedores bancarios, las deudas reestructuradas, siempre que cumplan con los estrictos criterios establecidos, pasarían a clasificarse como riesgo normal, como aclaró el Banco de España en su misiva de marzo de este año a las entidades. Esto reduciría la necesidad de provisionarlas, elevando así la capacidad de las entidades para satisfacer nuevas demandas solventes de crédito.

6 Fuente: Central de Información de Riesgos, mayo de 2013.

el RDL 4/2014. Este proceso ha estado encaminado, fundamentalmente, a potenciar mecanismos más flexibles y ordenados que faciliten la supervivencia de las compañías que soportan tensiones en el corto plazo pero son viables a medio y largo plazo (véase recuadro 2.2).

En el caso de los hogares, la tipología de los préstamos — mayoritariamente, de naturaleza hipotecaria y con un solo prestamista— hace que los mecanismos de reestructuración privada de las deudas sean menos complejos. En diciembre de 2013 (último dato disponible), las operaciones de refinanciación y reestructuración afectaban al 10 % de las hipotecas para adquisición de vivienda. Por otra parte, los problemas de presión financiera a más corto plazo están más acotados porque afectan a una proporción menor de prestatarios en comparación con lo que ocurre con las sociedades no financieras y porque, según los datos más recientes de la EFF, se ha producido un descenso en dicho porcentaje en los últimos años (véase el panel superior izquierdo del gráfico 2.3), vinculado en gran medida al retroceso de los tipos de interés propiciado por una política monetaria muy expansiva.

... y de medidas dirigidas a corregir las fricciones en el mercado de crédito que dificultan la canalización de los nuevos flujos hacia sus usos más eficientes

Para que la disminución del endeudamiento no obstaculice el crecimiento económico, es importante también que la contención del crédito a escala agregada, imprescindible para reducir los ratios de endeudamiento, sea compatible con la disponibilidad de financiación para los agentes más solventes y con proyectos de inversión rentables.

La evidencia disponible sugiere que, en el caso de las empresas, este tipo de reasignación del crédito entre compañías podría estar produciéndose ya. Así, durante los dos últimos años, a pesar de la contracción agregada de la deuda del sector empresarial, en torno a un 40 % de las empresas españolas con deudas ha aumentado o mantenido el saldo de su financiación bancaria. Estas empresas se caracterizan por presentar una situación financiera más sólida que aquellas cuya deuda se ha contraído (mayor rentabilidad y menor grado de endeudamiento y de carga financiera) y un mayor dinamismo de su actividad (mayor crecimiento de las ventas y del empleo).

Para impulsar esta pauta de reasignación saludable del crédito entre empresas, es importante limar las fricciones que inciden sobre la oferta crediticia y que, en parte, se derivan de la fragmentación financiera en Europa que hace que los impulsos monetarios no se transmitan completamente a todos los países del área del euro. En este sentido, la conclusión exitosa del proceso de unión bancaria en Europa es una pieza clave para conseguir una mayor integración de los mercados financieros del área. Otra parte de las fricciones, sin embargo, tiene que ver con los problemas de información asimétrica que dificultan el acceso de las pymes a la financiación. Los esquemas de apoyo público a este tipo de empresas y las medidas dirigidas a mejorar la calidad de la información crediticia son ejemplos de actuaciones que pueden contribuir a mitigar estos problemas²².

La velocidad de los ajustes condicionará el ritmo y el alcance de la recuperación

La experiencia histórica muestra que la recuperación tras episodios de crisis con un fuerte componente financiero tiende a ser lenta. En el contexto actual, una parte de esa lentitud se explica por las dificultades que entraña corregir los desequilibrios financieros que subyacieron a la crisis cuando el crecimiento real y nominal de la economía es reducido.

A pesar de esas dificultades, los ajustes en las posiciones patrimoniales de los distintos sectores institucionales de la economía española no solo resultan ineludibles, sino que la

22 Véase J. Ayuso (2013), «Un análisis de la situación del crédito en España», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

velocidad a la que finalmente se produzcan condicionará el ritmo y el alcance del proceso de recuperación económica en marcha. Si las empresas, las familias y las AAPP mantienen un nivel excesivo de endeudamiento, la inversión y el consumo no podrán alcanzar el dinamismo necesario para recuperar las pérdidas de producción y empleo causadas por la crisis y situar la economía en una senda estable de crecimiento.

1 Introducción

En este capítulo se ofrece una visión de conjunto del entorno exterior en el que se desarrolló la economía española en 2013 y en los primeros meses de 2014, prestando una atención especial a la evolución del área del euro y de la política monetaria común.

A lo largo del año 2013 la economía mundial avanzó en su proceso de gradual recuperación, que vino acompañado de un cierto reequilibrio entre la contribución de las economías desarrolladas, que fueron fortaleciendo paulatinamente su actividad económica, y las emergentes, que contuvieron sus ritmos de crecimiento. La perspectiva de cambios en el tono de la política monetaria estadounidense, asociada a la mejora de su situación económica, propició una menor afluencia de capitales a las economías emergentes y desveló vulnerabilidades en algunas de ellas, hacia las que se ha desplazado el principal foco de incertidumbre. La progresiva normalización de las condiciones financieras globales y la menor volatilidad de los mercados financieros —a pesar de algunas inestabilidades puntuales en la parte central de año— contribuyeron a consolidar la mejoría de las economías avanzadas.

En el área del euro se inició una etapa de recuperación, frágil y muy heterogénea por países, que, a diferencia de lo sucedido en otras economías avanzadas, todavía no ha tenido efectos significativos sobre los elevados niveles de desempleo. En un contexto de debilidad de la demanda y de fortaleza relativa del euro, en el que el grado de fragmentación de los mercados financieros es —pese a la cierta corrección producida— todavía relativamente elevado, la inflación disminuyó hasta mínimos históricos, alejados del umbral establecido en la definición del objetivo de estabilidad de precios. Esto plantea un escenario complejo para la política monetaria común y para el proceso de reabsorción de los desequilibrios macroeconómicos dentro del área y recalca la necesidad de continuar avanzando hacia una unión monetaria más genuina y completa y, en particular, de completar el proceso de construcción de la unión bancaria.

2 La economía mundial

2.1 EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La economía mundial creció en 2013 a un ritmo similar al del año anterior, pero con tendencias divergentes entre economías avanzadas y emergentes...

En 2013 la economía mundial registró un ritmo de avance similar al del ejercicio precedente —3 %, dos décimas inferior al de 2012—, aunque se apreciaron tendencias divergentes entre economías avanzadas y emergentes, que se analizan con detalle en los dos epígrafes siguientes. Las primeras mostraron un progresivo fortalecimiento de su recuperación, que discurrió en paralelo con los avances en la corrección de los desequilibrios que venían lastrando su crecimiento y con la disipación de algunos riesgos extremos que habían pesado sobre ellas —en particular, sobre el área del euro—. Por el contrario, el crecimiento de las economías emergentes fue inferior al esperado y las proyecciones se fueron revisando gradualmente a la baja, en un contexto en el que afloraron diversas fragilidades que habían quedado veladas en la salida de la crisis. El comercio mundial volvió a experimentar una notable debilidad en 2013, en línea con la evolución de la actividad global, pero con un perfil ascendente desde mediados del año, creciendo el 4,5 % interanual al final del ejercicio, frente a tasas cercanas a cero al inicio de 2013.

En concreto, las economías avanzadas crecieron en 2013 un 1,3 % en promedio anual (1,4 % en 2012), con una tendencia de fortalecimiento progresivo. Su ritmo de avance interanual pasó del 0,8 % en el cuarto trimestre de 2012 a más del 2 % en el último de 2013 (véanse cuadro 3.1 y gráfico 3.1). La mejora de la actividad se vio impulsada por la reactivación de

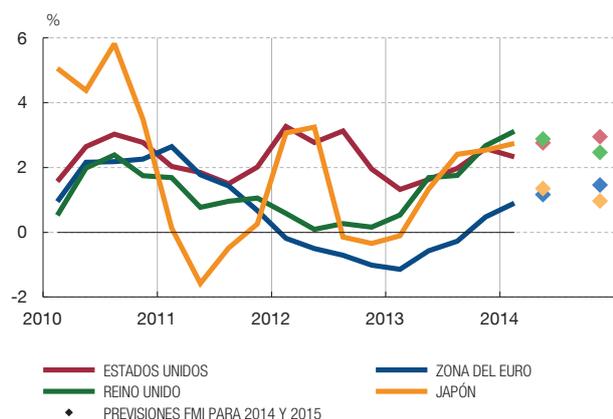
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)
CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2013	2013				2014
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Estados Unidos									
Producto interior bruto	2,5	1,9	2,8	1,9	1,3	1,6	2,0	2,6	2,3
Índice de precios de consumo (b)	1,6	3,2	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6	1,2	1,4
Balanza por cuenta corriente	-3,0	-2,9	-2,7	-2,3	-2,5	-2,3	-2,3	-1,9	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-10,5	-9,4	-8,4	-5,8	-6,5	-5,1	-6,4	-5,2	—
Deuda pública neta	62,8	67,3	71,3	73,5	72,1	71,4	70,8	72,3	73,6
Zona del euro									
Producto interior bruto	1,9	1,8	-0,6	-0,4	-1,2	-0,6	-0,3	0,5	0,9
Índice de precios de consumo (b)	1,6	2,7	2,5	1,4	1,9	1,4	1,4	0,8	0,7
Balanza por cuenta corriente	0,1	0,1	1,4	2,4	1,2	2,5	2,1	3,6	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-6,2	-4,2	-3,7	—	—	—	—	—	—
Deuda pública neta	64,3	66,5	70,2	72,4	—	—	—	—	—
Reino Unido									
Producto interior bruto	1,7	1,1	0,3	1,7	0,5	1,7	1,8	2,7	3,1
Índice de precios de consumo (b)	3,3	4,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,1	1,7
Balanza por cuenta corriente	-2,7	-1,5	-3,8	-4,4	-4,1	-2,4	-5,6	-5,4	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-10,0	-7,8	-6,2	-6,0	-5,3	-6,2	-6,2	-6,0	—
Deuda pública neta	65,0	70,5	74,8	75,8	74,2	74,8	74,6	75,8	75,8
Japón									
Producto interior bruto	4,7	-0,5	1,5	1,6	0,1	1,3	2,4	2,5	3,0
Índice de precios de consumo (b)	-0,7	-0,3	0,0	0,4	-0,6	-0,3	0,9	1,4	1,5
Balanza por cuenta corriente	3,9	2,1	1,1	0,7	1,1	1,0	1,0	0,9	0,5
Saldo de las Administraciones Públicas	-7,4	-7,7	-8,6	-7,2	-7,8	-7,6	-7,3	-7,2	—
Deuda pública neta	114,0	127,1	131,0	129,8	129,8	128,0	130,0	129,2	—
China									
Producto interior bruto	10,4	9,3	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,4
Índice de precios de consumo (b)	3,3	5,4	2,7	2,6	2,4	2,4	2,8	2,9	2,3
Balanza por cuenta corriente	4,0	1,9	2,6	2,0	2,8	2,6	2,1	2,0	1,5
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,5	-1,8	-1,5	-1,9	-1,7	-1,7	-1,4	-1,9	-1,9
Asia emergente (excluida China) (c)									
Producto interior bruto	8,3	5,9	4,6	4,4	4,3	4,3	4,6	4,5	—
Índice de precios de consumo (b)	7,6	6,6	6,1	6,9	7,1	6,5	7,0	6,9	5,2
Balanza por cuenta corriente	0,8	0,3	-1,3	0,1	-1,1	-1,2	-0,6	0,2	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,9	-3,4	-2,9	-2,9	-2,5	-3,0	-3,0	-3,1	—
América Latina (d)									
Producto interior bruto	6,2	4,5	2,8	2,4	1,7	3,2	2,6	1,9	—
Índice de precios de consumo (b)	4,0	4,8	4,5	4,5	4,5	4,9	4,4	4,3	4,6
Balanza por cuenta corriente	-1,0	-1,0	-1,6	—	-2,1	-2,3	-2,5	—	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,2	-2,1	-2,2	—	-1,3	-1,6	-1,8	—	—
Europa del Este (e)									
Producto interior bruto	1,9	3,2	0,9	1,3	0,2	0,5	1,9	2,6	—
Índice de precios de consumo (b)	3,0	3,8	3,7	1,4	2,2	1,5	1,2	0,7	0,5
Balanza por cuenta corriente	-3,1	-3,6	-3,1	-1,1	-2,0	-1,3	-0,9	-0,4	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-6,4	-3,7	-3,4	-3,1	—	—	—	—	—
Pro memoria: crecimiento del PIB (a) (f)									
Global	5,2	3,9	3,2	3,0	2,5	2,7	3,2	3,4	—
Economías avanzadas	3,0	1,7	1,4	1,3	0,5	1,1	1,5	2,1	—
Economías emergentes	7,5	6,3	5,1	4,7	4,8	4,7	5,2	5,0	—
Pro memoria: inflación (a) (b) (f)									
Global	3,6	4,9	3,9	3,6	3,1	3,0	3,2	3,1	—
Economías avanzadas	1,5	2,7	2,0	1,4	1,5	1,3	1,5	1,2	1,2
Economías emergentes	5,9	7,3	6,0	5,8	5,2	5,2	5,5	5,5	—

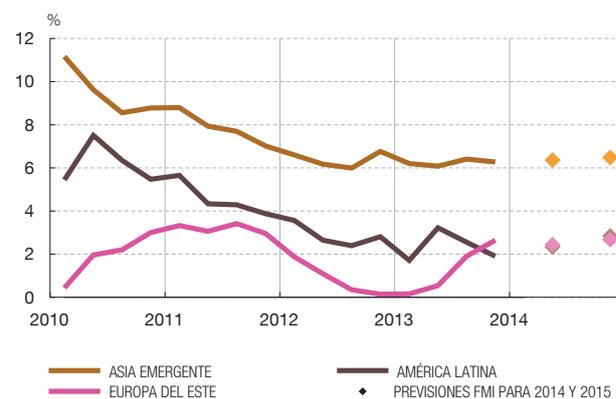
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública neta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC se corresponde con la media del período de referencia.
- c Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong-Kong y Singapur. Para el cálculo del saldo público trimestral se excluye Indonesia.
- d América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.
- e Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Croacia, Lituania y Letonia.
- f Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional públicamente disponibles a la fecha de cierre de este Informe. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes), que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en paridad del poder adquisitivo (PPP, por sus siglas en inglés). Todas las economías a las que se hace referencia en las notas c, d y e están incluidas en la muestra.

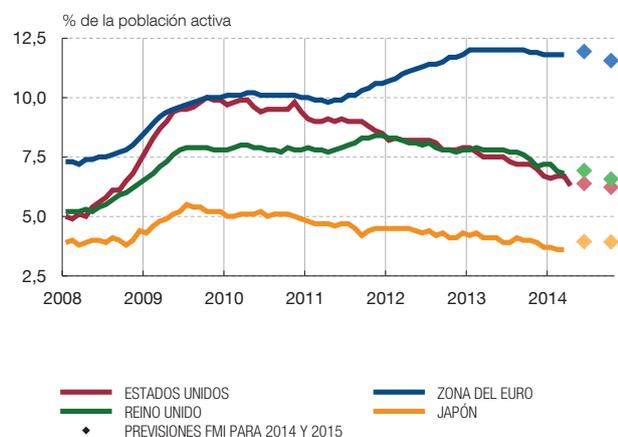
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB EN ECONOMÍAS AVANZADAS



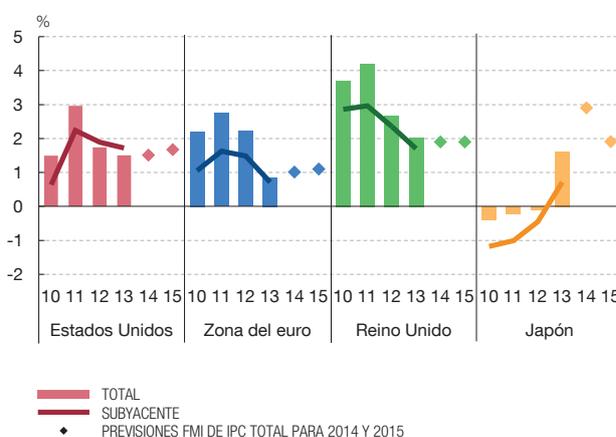
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES



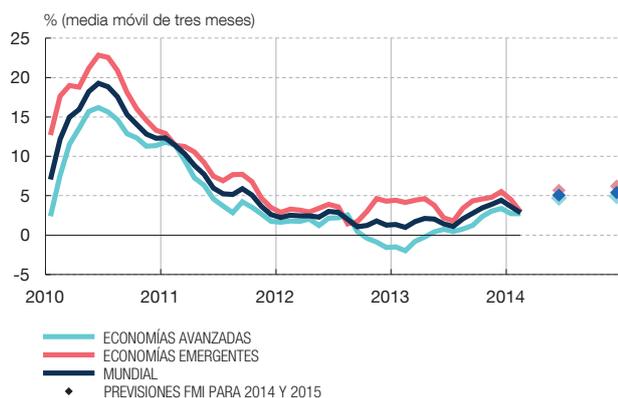
TASA DE PARO EN ECONOMÍAS AVANZADAS



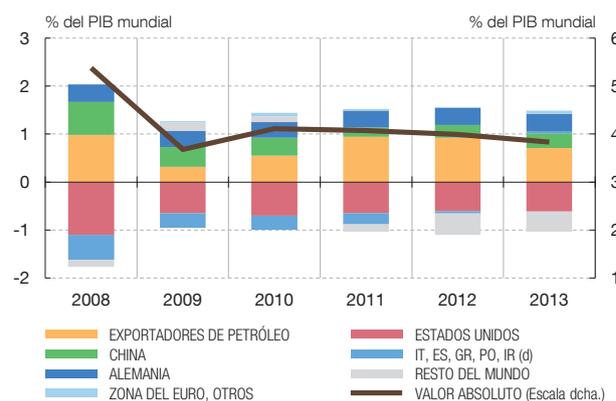
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS AVANZADAS (b)
Tasas de variación interanual



VOLUMEN DE COMERCIO (EXPORTACIONES) (c)
Tasas de variación interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE POR ÁREAS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, *Consensus Forecast*, CEIC, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Datastream-Thomson Reuters.

- a Para la composición de países, consultar notas al pie del cuadro 3.1.
- b Datos de cierre de año.
- c Se consideran los agregados de la CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- d Italia, España, Grecia, Portugal e Irlanda.

la demanda interna, que, no obstante, tuvo una intensidad diferenciada por países, que se reflejó en divergencias en las tasas de crecimiento del PIB en promedio anual. En particular, en Estados Unidos el avance del PIB fue del 1,9 % (frente al 2,8 % de 2012), mientras que en Reino Unido pasó al 1,7 %, desde el 0,3 % de 2012. La mejoría de la actividad en el área del euro fue reducida, por lo que volvió a registrar un retroceso del -0,4 % en media anual. Japón comenzó a desplegar su ambicioso programa de política económica —incluida una elevada expansión monetaria—, encaminado a salir de la deflación y a elevar el potencial de crecimiento, y creció un 1,6 %, prácticamente igual que el año anterior. El crecimiento de las economías emergentes se situó en el 4,7 % en 2013, cuatro décimas menos que el año anterior, apoyadas sobre todo en la resistencia de la demanda interna. China creció un 7,7 %, el resto de Asia emergente cerca del 4,5 % y América Latina en el entorno del 2,5 % —destacando los avances por debajo de lo esperado en Brasil y México—, todas ellas tasas similares a las del año previo. Por su parte, Europa del Este creció un 1,3 %, casi medio punto más que en 2012 y con un perfil temporal ascendente.

... y atravesando diversas fases diferenciadas a lo largo del año

La evolución económica y financiera estuvo condicionada por las expectativas de normalización monetaria en Estados Unidos y por las dudas sobre la solidez del crecimiento en las economías emergentes —en China especialmente—. La percepción en torno a estos factores fue oscilando a lo largo del año pasado y en la parte transcurrida de 2014, y determinó varias fases diferenciadas en la evolución global en este período. El comienzo de 2013 vino marcado por la solución —parcial y con fuertes efectos contractivos— del llamado «precipicio fiscal» en Estados Unidos y por la progresiva reducción de las tensiones financieras en el área del euro. Estos factores, junto con el mantenimiento de un tono marcadamente acomodaticio de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas, contribuyeron a sostener las expectativas de recuperación global y un clima favorable en los mercados financieros internacionales.

Los primeros meses del año se caracterizaron por una cierta recuperación de las economías avanzadas y el buen tono de los mercados financieros

En la primera mitad del año se apreciaron algunos indicios de reactivación de la actividad, principalmente en las economías avanzadas, si bien Estados Unidos todavía registró un ritmo de crecimiento reducido —aunque superior al del cierre de 2012— y la UEM aún permanecía en recesión en el primer trimestre. Por el contrario, en las economías emergentes se apreció una ligera desaceleración, lo que, junto con las dudas sobre el alcance de la ralentización en China y los consiguientes descensos en los precios de las materias primas, dio lugar a revisiones a la baja de las previsiones en las regiones emergentes. Dentro del buen tono mostrado por los mercados financieros, destacó la mejor evolución relativa de los desarrollados. Aunque los mercados bursátiles de las economías emergentes volvieron a registrar pérdidas, las emisiones de renta fija y las entradas de capitales siguieron marcando máximos históricos (véase gráfico 3.2).

En mayo, las primeras indicaciones de una posible retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos dieron lugar a un período de elevada inestabilidad, sobre todo en las economías emergentes

La posible reducción en el ritmo de compras de activos (*tapering*) insinuada por la Reserva Federal (Fed) en mayo dio lugar a una fase de elevada inestabilidad en los mercados financieros, sobre todo en los emergentes. Las expectativas de normalización monetaria condujeron a una subida de los tipos a largo plazo en las economías avanzadas, que, junto con los decepcionantes registros de crecimiento en algunas emergentes, las tensiones de liquidez en el mercado interbancario chino y la situación en Siria, propició una intensa corrección de los mercados emergentes (en particular, de sus tipos de cambio) y llevó a una pérdida de impulso en los flujos de capitales. Este deterioro fue inicialmente generalizado, pero dio paso gradualmente a una creciente diferenciación por países en función de la debilidad de sus fundamentales.

TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS



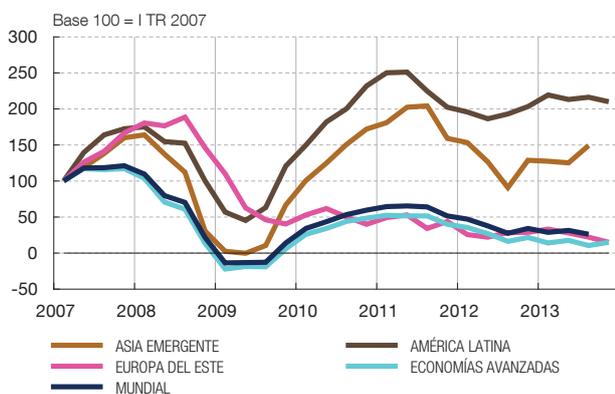
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE



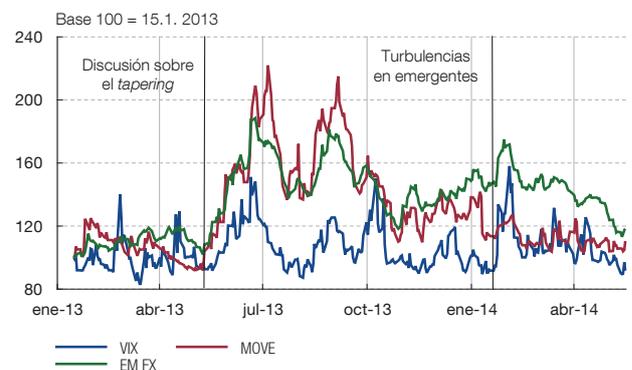
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (e)



ÍNDICES DE VOLATILIDAD



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, JP Morgan, Datastream-Thomson Reuters, Commodity Research Bureau y estadísticas nacionales.

- a Media simple de los países.
- b Economías emergentes se calcula sumando el diferencial del EMBI + Composite al tipo de interés de Estados Unidos.
- c Incluye: Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica.
- d Índices elaborados por el Commodity Research Bureau.
- e Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 3.1.

La clarificación de la estrategia por parte de la Fed restableció la calma hacia el final del verano, aunque se han reproducido breves episodios de inestabilidad en los comienzos de 2014

El esfuerzo de clarificación realizado por la Fed de su estrategia monetaria y, sobre todo, la decisión en septiembre de mantener intacto su programa de compra de activos dieron lugar a una fase de calma en los mercados financieros —que no se vio interrumpida por el inicio efectivo de la retirada de estímulos, en diciembre, y se extendió hasta comienzos de 2014—. En esta última etapa, en la que se apreciaron una reducción de la volatilidad y de la aversión al riesgo y un aumento de la búsqueda de rentabilidad, también se produjo un fortalecimiento de la actividad en las economías avanzadas, sobre todo de su demanda interna, con ritmos de avance en la segunda mitad del año por encima de lo anticipado, especialmente en Estados Unidos y Reino Unido. Por su parte, las regiones emergentes continuaron en la senda de ligera desaceleración (o estabilización en algún caso).

El buen tono financiero con el que se cerró 2013 se interrumpió a comienzos de este año por un nuevo episodio de turbulencias en los mercados emergentes, que es indicativo de la mayor sensibilidad de los inversores hacia estas economías. Aunque las tensiones, ocasionadas por acontecimientos de carácter puntual, tuvieron una corta duración y su impacto sobre los mercados desarrollados fue muy reducido, los datos macroeconómicos desfavorables y el conflicto en Ucrania atemperaron algo las buenas expectativas económicas y financieras con las que había comenzado el ejercicio.

En el escenario central, la economía mundial experimentará un ligero repunte en 2014...

El escenario central previsto por la mayoría de los organismos internacionales para 2014 contempla un ligero repunte del crecimiento mundial, que vendría impulsado por el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas y la estabilización del crecimiento en las emergentes, en ausencia de nuevas tensiones en los mercados. Esta recuperación deberá facilitar la reactivación del comercio y de los flujos financieros internacionales. No obstante, estos seguirán previsiblemente en niveles inferiores a los previos a la crisis, debido a la menor actividad bancaria transfronteriza y al menor atractivo relativo de las economías emergentes.

... impulsado por la prolongación de la recuperación de las economías avanzadas

El tono acomodaticio de la política monetaria y el menor ritmo de la consolidación de las cuentas públicas contribuirán a afianzar la recuperación en las economías avanzadas, aunque a ritmos moderados. El balance de riesgos continúa sesgado a la baja, aunque en menor medida que en años anteriores. Destacan los riesgos asociados con la permanencia de la inflación en tasas muy bajas —especialmente, en el área del euro—, eventuales tensiones en el proceso de retirada de los estímulos expansivos extraordinarios —que podrían llevar a un ascenso brusco de los tipos a largo, en un contexto de elevada deuda pública— o situaciones de estrés financiero en alguna economía emergente sistémica. En sentido contrario, cabe identificar también algún riesgo al alza, en particular si el círculo virtuoso entre mejora de la actividad, de la confianza y de la demanda gana tracción, favoreciendo un repunte de la inversión mayor que el esperado.

Las previsiones para las economías emergentes en el corto plazo apuntan a una estabilización en tasas algo más bajas que las registradas en los últimos años, con una cierta rotación en las fuentes de crecimiento hacia la demanda externa —apoyada en la mejoría de las economías avanzadas—. En todo caso, los riesgos están sesgados a la baja, en un contexto de mayor sensibilidad de los mercados financieros hacia estas economías, de modo que el endurecimiento esperado de las condiciones financieras puede venir acompañado de episodios de volatilidad, con un impacto en las economías más vulnerables. En el caso de China, su transición a un modelo de crecimiento más sustentado en el consumo privado conducirá previsiblemente a ritmos de crecimiento algo inferiores al 7,5 %, por debajo de los observados en los últimos años; además, han aumentado los riesgos

asociados al funcionamiento de su sistema financiero. La menor demanda de China podría ser un factor moderador de la actividad de otras economías emergentes, sobre todo en Asia y en los países exportadores de materias primas.

2.2 LA MEJORÍA DE LOS FUNDAMENTOS EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

La recuperación de las economías avanzadas ha discurrido en paralelo con la corrección de los desequilibrios acumulados, en un contexto de reducción de la incertidumbre

La paulatina recuperación de las economías avanzadas y de sus perspectivas se ha visto favorecida por la progresiva corrección de sus desequilibrios macroeconómicos. En el último año ha seguido el proceso de ajuste en las economías desarrolladas y en algunos casos, como en Estados Unidos, se encuentra ya muy avanzado. El saneamiento de los balances del sector privado, la recuperación del mercado inmobiliario, la reducción de las elevadas tasas de desempleo o el proceso de consolidación fiscal, junto con la mitigación de los riesgos de cola que venían pesando sobre la economía mundial y el asentamiento de las políticas económicas en una senda más predecible, han favorecido una reducción de la incertidumbre en los mercados financieros y una mejora en la confianza de los agentes económicos.

Cabe destacar los avances en el desapalancamiento...

La posición patrimonial de los hogares y de las sociedades ha mejorado notablemente en Estados Unidos y Reino Unido, aunque con diferencias en el ritmo y la manera de llevarla a cabo. En el área del euro, donde los problemas se concentraban en países específicos, los niveles de endeudamiento apenas se han modificado a escala agregada. Así, en Estados Unidos el desendeudamiento se ha concentrado en los hogares, cuya deuda se ha reducido desde principios de 2009 en 19 puntos porcentuales (pp) del PIB, hasta el 77 %, ya que la deuda de las empresas era moderada (véase gráfico 3.3). En Reino Unido, la reducción de los ratios de deuda de los hogares y de las sociedades alcanzó los 12 pp y 16 pp, respectivamente, hasta situarse en torno al 90 % en ambos casos. La reducción de los ratios de endeudamiento en ambos países y el bajo nivel de los tipos de interés han propiciado una menor carga financiera, al tiempo que el buen comportamiento de los mercados financieros y el aumento de los precios inmobiliarios han contribuido al repunte de la riqueza de hogares y sociedades. La situación de liquidez y los beneficios de las empresas han mejorado sustancialmente, lo que, sumado a unas condiciones financieras más favorables y a la reducción de la incertidumbre, debería contribuir a impulsar la inversión empresarial, que ha mostrado una marcada debilidad en la fase de recuperación —sobre todo, en el componente de capital tangible— en la mayor parte de las economías avanzadas.

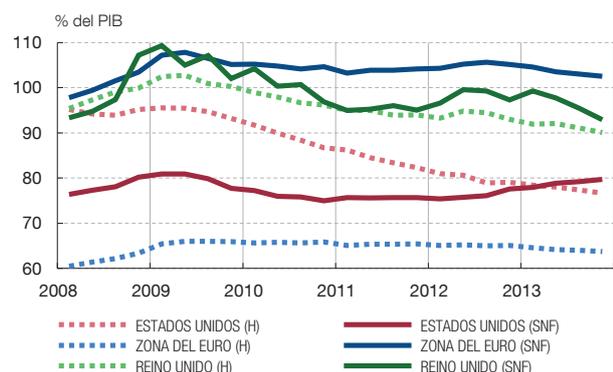
... la recuperación de los mercados inmobiliarios...

Los mercados inmobiliarios de algunos de los países que sufrieron los mayores ajustes tras la crisis, como Estados Unidos o Reino Unido, continuaron experimentando una gradual mejoría en 2013. En Estados Unidos se apreciaron mejoras en los indicadores de demanda y oferta, y aumentos en el precio de la vivienda, si bien el cambio de perspectivas de política monetaria, en mayo, propició una subida de los tipos hipotecarios y cierta reducción de las solicitudes de hipotecas, de forma que la actividad del mercado se ralentizó en los meses de invierno. En Reino Unido, la reactivación del mercado se manifestó fundamentalmente en la demanda y en los precios, gracias, en parte, a los estímulos de los programas de apoyo público, mientras que la oferta respondió en menor grado, por lo que las autoridades británicas anunciaron diversas medidas para contener los riesgos asociados al rápido avance de los precios de la vivienda.

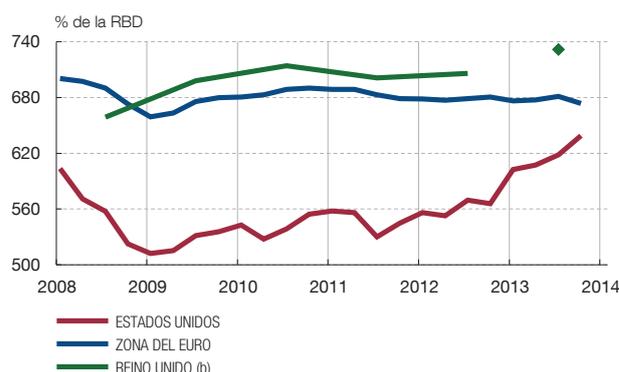
... la mejora de los mercados laborales...

En los mercados laborales de las principales economías avanzadas fuera del área del euro se registraron en 2013 notables descensos de las tasas de desempleo, en algunos casos mayores de lo esperado y más intensos que en los años previos, en un contexto general de moderación salarial. En Estados Unidos pasó del 7,9 % al 6,7 %; en Reino Unido, del 7,8 % al 7,2 %; y en Japón, del 4,3 % al 3,7 %. No obstante, la reducción de la

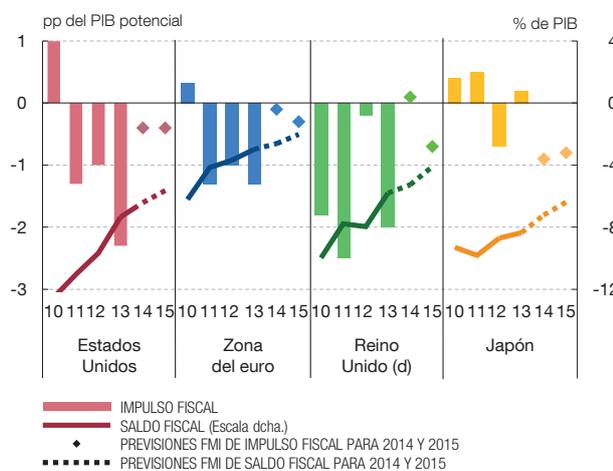
ENDEUDAMIENTO DE HOGARES (H) Y DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNF) (a)



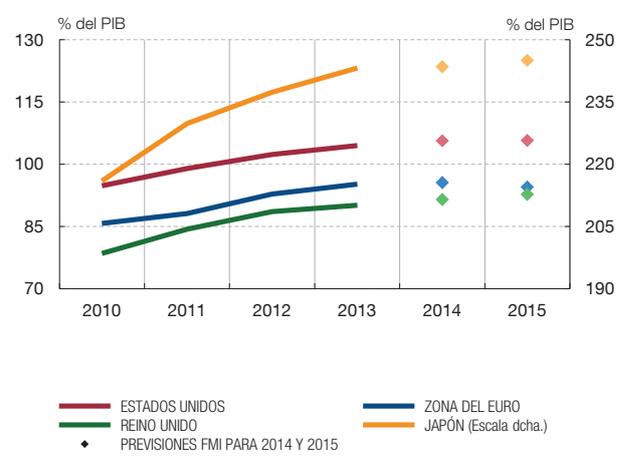
RIQUEZA NETA



SALDO E IMPULSO FISCAL (2010-2015) (c)



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo y estadísticas nacionales.

- a En línea continua se muestra el endeudamiento de las sociedades no financieras. Los datos en línea discontinua reflejan el endeudamiento de los hogares.
- b El dato de 2013 es una estimación según el crecimiento esperado de la riqueza neta y de la renta disponible.
- c El impulso fiscal se define como la variación del saldo público ajustado de ciclo.
- d La cifra de 2013 incluye los ingresos extraordinarios derivados del programa de compra de activos del Banco de Inglaterra.

tasa de paro ha venido acompañada en Estados Unidos de un fuerte descenso en la tasa de participación. Por otra parte, en Reino Unido el buen comportamiento del mercado de trabajo ha discurrido en paralelo a un mal comportamiento de la productividad (véanse gráficos del recuadro 3.1). En contraste, en el área del euro la tasa de paro se estabilizó en el entorno del 12 %.

... y los progresos en la consolidación fiscal

La consolidación fiscal en las economías desarrolladas siguió su curso, con una reducción del déficit público de 1,5 pp del PIB en 2013 (con un recorte similar en términos ajustados al ciclo), y se prevé que en 2014 el ajuste sea algo menor, de 1 pp. La excepción a este perfil es Japón, donde el ajuste será mucho mayor este año y el próximo, por el aumento del impuesto sobre el consumo, si bien el impacto contractivo se mitigará parcialmente a través de paquetes fiscales compensatorios. La evolución fiscal en Estados Unidos estuvo marcada por el fuerte incremento de impuestos y los recortes de gasto introducidos como consecuencia del denominado *sequester*, a principios de año, y por el cierre parcial de la administración federal en octubre, en un conflicto generado por la prórroga presupuestaria;

En los últimos años, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han hecho un uso cada vez más frecuente de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria —práctica conocida como *forward guidance*—, con el propósito de guiar las expectativas de los agentes en un contexto de tipos de interés oficiales cercanos al límite inferior cero y en el que existen dudas sobre la efectividad marginal y los riesgos de las medidas cuantitativas no convencionales¹.

A pesar de que estos bancos centrales comparten un uso creciente de este instrumento, hay diferencias importantes en los objetivos perseguidos en cada caso. Así, el Banco Central Europeo ha insistido en que la nueva herramienta no implica un cambio en su estrategia de política monetaria, sino que persigue un mejor anclaje de las expectativas de tipos de interés y una reducción de la incertidumbre para aumentar la efectividad de la política monetaria² (véase texto principal). Mientras tanto, la Reserva Federal lo utilizó para señalar su intención de proporcionar un estímulo prolongado a la economía y, más recientemente, para comunicar la forma en la que espera instrumentar la normalización futura de su política. Algunos académicos han abogado por el uso de este instrumento para propiciar un cambio en la función de reacción del banco central y mantener un tono de la política monetaria más expansivo que el que sería coherente con una regla de Taylor convencional, dando un mayor peso relativo a la actividad³.

Esta diversidad de objetivos se ha traducido en diferencias en el diseño y en la evolución de las medidas de *forward guidance* (véase cuadro 1). Algunos bancos centrales han optado por ofrecer una orientación cualitativa e indefinida, señalando el mantenimiento de una determinada política monetaria por un período prolongado de tiempo (como hizo la Reserva Federal en un principio o el BCE actualmente). Otras modalidades de *forward guidance* son más complejas. Por ejemplo, pueden fijarse períodos de tiempo determinados (como ha hecho la Reserva Federal en los últimos años) o dotar a las indicaciones de un carácter contingente, condicionado a umbrales cuantitativos para algunas variables económicas, como la tasa de paro (como han hecho, asimismo, la Reserva Federal o el Banco

de Inglaterra), siempre que ello no suponga riesgos para la estabilidad de precios y para la estabilidad financiera. Por último, el Banco de Japón utiliza un caso especial de *forward guidance* contingente al logro de un objetivo de inflación del 2% y referido a la base monetaria, que ha sustituido al tipo de interés oficial como instrumento principal de la política monetaria, y con un horizonte temporal abierto.

En cuanto a la efectividad de las medidas de *forward guidance*, los análisis realizados hasta ahora concluyen que sus efectos han sido positivos, reduciendo la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario, la incertidumbre sobre el tono futuro de la política monetaria y mejorando las condiciones financieras generales (véase cuadro 2), atenuándose los efectos en horizontes temporales más dilatados. Los resultados deben tomarse, sin embargo, con cautela, pues resulta en general difícil separar los distintos factores y los efectos anticipados. Además, estas medidas no siempre han logrado alinear las expectativas del mercado con las intenciones señaladas por el banco central. Así, mientras que parece haber evidencia de que los anuncios de la Reserva Federal que señalaban un período determinado consiguieron transmitir a los mercados un cambio hacia una política monetaria más acomodaticia, la experiencia con las formas de *forward guidance* sujetas a umbrales numéricos ha sido menos favorable. En el caso del Banco de Inglaterra, tras el anuncio de su estrategia en agosto de 2013, los mercados anticipaban en más de un año la primera subida del tipo oficial respecto a las previsiones del propio banco central. Las dificultades de diseño y comunicación de la *forward guidance* contingente se han puesto también de manifiesto en el abandono de los umbrales numéricos en los últimos meses por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, ante una reducción de las tasas de paro en esas economías mucho más rápida de lo que anticipaban en un principio, pero que, sin embargo, no reflejaba una evolución igualmente favorable de los fundamentos últimos de la economía (véase gráfico 1)⁴. Así, se han visto obligados a reintroducir elementos cualitativos, señalando que los tipos oficiales se mantendrán en sus niveles actuales durante un período más o menos prolongado.

Estos problemas de comunicación ilustran los importantes desafíos a los que se enfrentan estas medidas. El principal reto es cómo dar credibilidad a unos instrumentos que, por su naturaleza, plantean problemas de inconsistencia temporal más severos que otras herramientas. Ello requiere un esfuerzo adicional, tanto para diseñarlos de forma que se minimice la necesidad de recalibrarlos o redefinirlos *a posteriori* como a la hora de explicar las medidas, pues su efectividad depende, en todo caso, de que el público interprete correctamente el mensaje de la autoridad monetaria. Esta condición obliga a encontrar un equilibrio entre transparencia y claridad, ya que tanto una escasez de información como un exceso de detalles técnicos podrían confundir a los agentes. La experiencia reciente con umbrales cuantitativos ilustra es-

1 La utilización de las políticas de *forward guidance* no es algo nuevo. Para una revisión de las experiencias más recientes de *forward guidance*, véanse, por ejemplo, S. López y P. del Río (2013), «El uso de la orientación de expectativas o *forward guidance* como instrumento de política monetaria», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España; o A. Filardo y B. Hofmann (2014), «Forward guidance at the zero lower bound», *BIS Quarterly Review*, marzo.

2 Véanse P. Praet (2013), «Forward guidance and the ECB», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR; B. Coëré (2013), «The usefulness of forward guidance», discurso pronunciado en Money Marketeers Club of New York, Nueva York, 26 de septiembre; y BCE (2014), *Informe Anual 2013*.

3 Véanse, por ejemplo, las recomendaciones de P. Krugman (1998), *It's baaaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap*, Brookings Papers on Economic Activity, n.º 2; y M. Woodford (2012), «Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound», *Jackson Hole Economic Symposium Conference Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 185-288.

4 Un análisis de la dificultad inherente a este tipo de herramientas, en el contexto de los problemas recientes de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, puede verse en el artículo «La economía mundial ante un cambio de escenario. Evolución, perspectivas y riesgos», *Boletín Económico*, marzo 2014, Banco de España.

tas dificultades, sobre todo si son complicados de explicar al público o si el margen de incertidumbre que rodea la proyección de las variables de referencia es muy amplio o pivota sobre aspectos controvertidos.

Por último, si bien las medidas de *forward guidance* han sido útiles en el contexto de la respuesta de política monetaria a la crisis, una cuestión relevante de cara al futuro es su uso en el proceso de reti-

rada de los estímulos monetarios. En general, cabe pensar que deberían ser una pieza clave en la comunicación de las estrategias de salida, a medida que la economía se vaya recuperando, como forma de dirigir las expectativas de los agentes. Sin embargo, cuando se retorne a una situación de normalidad, habrá que valorar si estas medidas deberán formar parte del paquete habitual de instrumentos de la política monetaria.

1 *FORWARD GUIDANCE* EN LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES TRAS LA CRISIS FINANCIERA

Anuncios de los bancos centrales

Banco Central	Tipo de <i>forward guidance</i>	Fecha de decisión	Anuncio
	Contingente	Febrero de 2012	«Hasta que la estabilidad de precios esté a la vista, con un objetivo del 1% de inflación»
Banco de Japón	Contingente	Abril de 2013	«El Banco continuará con la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa durante el tiempo necesario para mantener la estabilidad de precios en el objetivo del 2 %, con un horizonte temporal de unos dos años»
	Indefinido	Diciembre de 2008	«Durante algún tiempo»
	Indefinido	Marzo de 2009	«Por un período prolongado»
	Período determinado	Agosto de 2011	«Al menos, hasta mediados de 2013»
	Período determinado	Enero de 2012	«Al menos, hasta finales de 2014»
	Período determinado	Septiembre de 2012	«Al menos, hasta mediados de 2015»
Reserva Federal de Estados Unidos	Contingente	Diciembre de 2012	«Mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5%, la previsión de inflación en un horizonte de entre uno y dos años no supere el 2,5 % y las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas»
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Diciembre de 2013	«Se valorarán más indicadores del mercado de trabajo y es posible que se mantengan los tipos oficiales hasta bastante tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5 %, especialmente si la inflación prevista sigue situándose por debajo del objetivo del 2 %»
	Contingente con valoración cualitativa	Marzo de 2014	«Para determinar cuánto tiempo el tipo de interés oficial se mantendrá en el intervalo actual del 0 %-0,25 %, se tendrán en cuenta una serie de indicadores sobre el mercado de trabajo, las presiones inflacionistas, las expectativas de inflación y la evolución financiera»
Banco de Inglaterra	Contingente	Agosto de 2013	«Al menos, hasta que la tasa de desempleo caiga al 7 %, sujeto a tres <i>knockouts</i> relacionados con la inflación y la estabilidad financiera»
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Febrero de 2014	«Aún queda capacidad ociosa que absorber antes de aumentar el tipo oficial. La senda de tipos en los próximos años dependerá de la evolución económica, si bien la subida de tipos sería gradual y se mantendría por debajo del 5 %»
Banco Central Europeo	Indefinido	Julio de 2013	«Por un período prolongado de tiempo. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dadas la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria»
Banco de Canadá	Período determinado	Abril de 2009	«Hasta el segundo trimestre de 2010, condicionado a las perspectivas de inflación»
Banco de Suecia	Período determinado	Abril de 2009	«Hasta principios de 2011»

FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Banco de Canadá y Banco de Suecia.

NOTA: Contingente: condicionado a variables económicas.

2 RESPUESTA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS A LOS ANUNCIOS DE *FORWARD GUIDANCE*

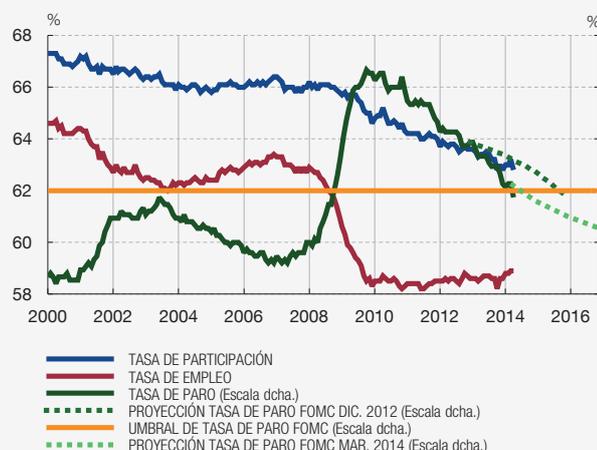
	Tipos de <i>forward guidance</i>						
	Cualitativo		Calendario		Condicionado a variables económicas		
	Banco Central Europeo 4.7.2013	Reserva Federal 9.8.2011	Reserva Federal 25.1.2012	Reserva Federal 13.9.2012	Reserva Federal 12.12.2012	Banco de Japón 4.4.2013	Banco de Inglaterra 7.8.2013
Bono del tesoro (a)							
A dos años	-6	-7	-1	-1	0	0	1
A diez años	-3	-16	-6	-1	5	-11	0
Volatilidad (VIX) (a)							
VIX	0,0	-12,9	-0,6	-1,8	0,4	-0,3	0,3
Índice bursátil (b) (%)							
S&P 500	0,0	4,7	0,9	1,6	0,0	0,4	-0,4
EUROSTOXX	2,9	0,3	-0,5	-0,8	0,2	-0,7	0,1
FTSE	3,1	1,9	-0,5	0,7	0,4	-1,2	-1,4
NIKKEI	-0,3	-1,7	1,1	0,4	0,6	2,2	-4,0
MSCI - Global	0,6	2,1	0,5	0,9	0,2	-0,3	-0,6
Tipos de cambio (b) (c) (%)							
Dólar-euro	0,2	0,3	-0,5	0,1	0,4	-0,1	0,2
Yen-dólar	0,0	-0,6	0,1	-0,3	0,7	3,5	-1,1
Libra-dólar	1,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,7	-0,9

FUENTES: Bloomberg y Datastream-Thomson Reuters.

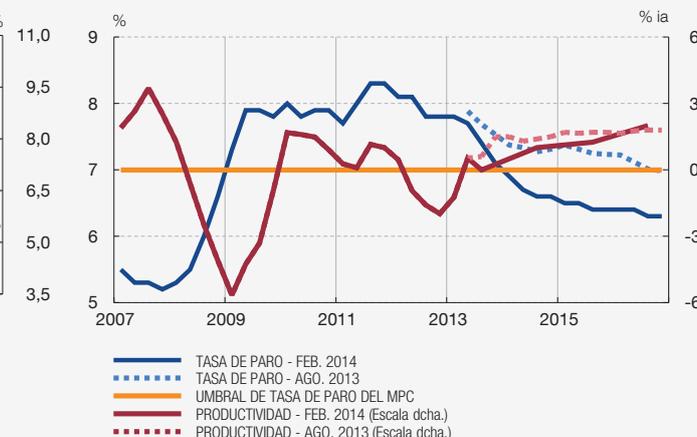
- a Cambio diario, en puntos básicos.
- b Variación porcentual diaria.
- c Signo negativo indica depreciación de la segunda moneda.

1 MERCADO LABORAL Y *FORWARD GUIDANCE* EN ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO

ESTADOS UNIDOS. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE PARTICIPACIÓN, PARO Y EMPLEO



REINO UNIDO. TASA DE PARO Y PRODUCTIVIDAD (a)



FUENTES: Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Banco de Inglaterra, estadísticas nacionales, Bloomberg y Datastream-Thomson Reuters.

- a Datos del *Informe de Inflación* del Banco de Inglaterra publicado en agosto de 2013 y febrero de 2014.

los acuerdos fiscales alcanzados al final del año permitirán atenuar el impacto fiscal contractivo en 2014. En cualquier caso, la elevada deuda pública en los países desarrollados y la ausencia de planes de reforma a medio plazo en Estados Unidos y Japón siguen suponiendo obstáculos a la consolidación de un escenario fiscal sostenible a largo plazo.

La ausencia de presiones inflacionistas...

La recuperación de la actividad en las economías avanzadas a lo largo de 2013 vino acompañada, con la excepción de Japón, de una continuada reducción de las tasas de inflación, pese al contexto de políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias. Esta evolución se ha producido en un contexto de persistencia de amplias brechas de producto negativas, reversión del impacto de la subida de impuestos indirectos y precios regulados de años precedentes (en Reino Unido y en algunos países de la UEM) y moderación de los precios de las materias primas —con caídas en alimentos y metales—. La marcada estabilidad del petróleo es coherente con el ajuste de la producción por parte de la OPEP en respuesta a diversas perturbaciones: cambios en las perspectivas de demanda de las economías emergentes y fluctuaciones de la oferta por factores geopolíticos, y, sobre todo, por el sustancial aumento de la producción de petróleo de fuentes no convencionales (*shale oil*) en Estados Unidos y Canadá. Al cierre de 2013, la tasa de inflación se situó en el 2 % en Reino Unido, en torno al 1,5 % en Estados Unidos y por debajo del 1 % en la UEM. En Japón, por el contrario, la inflación repuntó hasta el 1,6 %, muy influida por la depreciación del yen y alejada de las tasas negativas de años anteriores.

... facilitó el mantenimiento de un tono acomodaticio de las políticas monetarias, compatible con el inicio del proceso de normalización monetaria

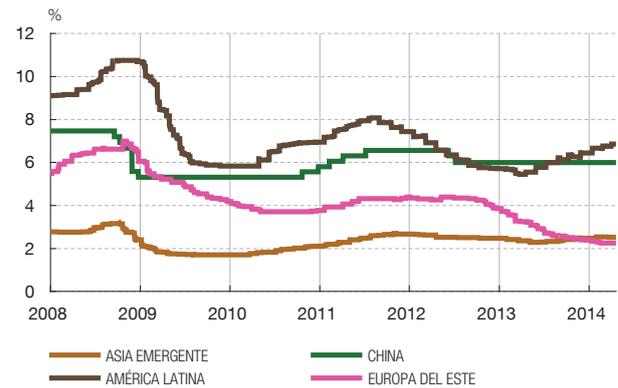
Durante 2013, las políticas monetarias de las economías avanzadas continuaron manteniendo un tono muy acomodaticio, con los tipos de interés anclados en niveles muy cercanos a cero y medidas extraordinarias todavía en vigor, pero al mismo tiempo comenzó a vislumbrarse el inicio del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos y Reino Unido, lo que contrasta con la posición del Banco de Japón —inmerso en una nueva y ambiciosa fase de expansión cuantitativa— y del BCE —que se comenta en el último epígrafe— (véase gráfico 3.4). Desde el punto de vista de la instrumentación, cabe destacar la adopción generalizada de esquemas de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria —más conocidos como *forward guidance*—. Estos esquemas se han enfrentado ya a problemas de diseño y comunicación, tanto en la fase inicial de creciente expansión monetaria como en la nueva fase de retirada gradual de los estímulos monetarios (véase recuadro 3.1).

El detonante del cambio en las expectativas sobre el inicio de la normalización monetaria se produjo en mayo de 2013, cuando, al hilo del afianzamiento gradual de la recuperación y de la preocupación por los riesgos asociados a la prolongación de las medidas extraordinarias, la Fed abrió la posibilidad de comenzar la reducción del volumen de sus compras de activos en alguna de las siguientes reuniones. El repunte de los tipos a largo plazo inducido por las expectativas de reducción de estímulos monetarios en Estados Unidos afectó a los tipos de interés de otras economías desarrolladas, cuyos bancos centrales (como el BCE o el Banco de Inglaterra) intentaron separarse de estos movimientos utilizando sus propias formulaciones de *forward guidance*. Finalmente, en su reunión de diciembre, la Fed anunció el comienzo de la reducción en el ritmo de compras de activos a partir de enero de 2014, de 85 mm a 75 mm de dólares mensuales, minoración de 10 mm de dólares que se ha repetido en las reuniones posteriores de enero, marzo y abril. En este contexto, la moderación de la inflación —junto con el repunte de tipos a largo desde el verano— contribuyó a la elevación de los tipos de interés reales en Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro, mientras que en Japón el aumento de la inflación, junto con la estabilidad de los tipos nominales, propició un descenso adicional de los tipos de interés reales, que volvieron a territorio negativo a mediados de 2013.

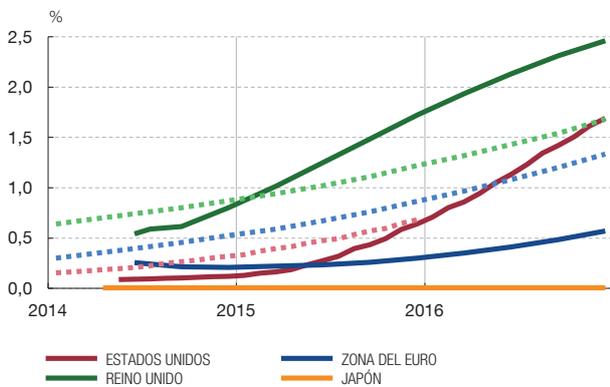
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS



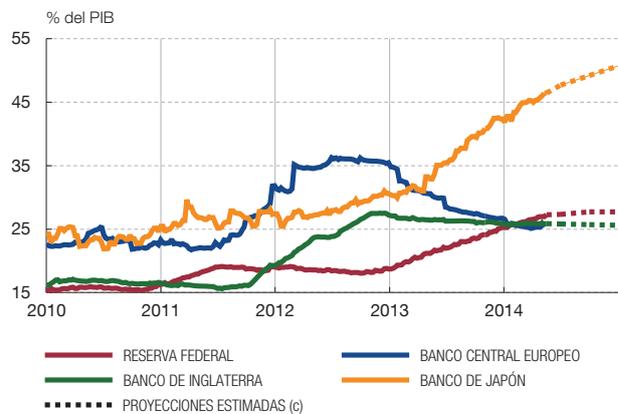
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS (b)



BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES: TOTAL ACTIVOS



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Datastream-Thomson Reuters.

- a Áreas consideradas: Asia emergente: India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas. América Latina: Brasil, México, Colombia, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía y Hungría.
- b Las líneas continuas muestran los últimos datos disponibles, mientras que las líneas discontinuas reflejan los datos a 4 de enero de 2013.
- c Senda estimada a partir de la información proporcionada por los distintos bancos centrales.

2.3 LA CRECIENTE PERCEPCIÓN DE VULNERABILIDAD EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En las economías emergentes se ha producido un cambio de percepción sobre sus perspectivas de crecimiento y sobre sus vulnerabilidades

A lo largo de 2013 se produjo un progresivo deterioro en la percepción respecto de las perspectivas económicas y vulnerabilidades de las economías emergentes. Algunas vulnerabilidades acumuladas en los últimos años afloraron en la fase de inestabilidad que se inició en mayo: en particular, la ampliación de los déficits por cuenta corriente en algunos países, el creciente endeudamiento externo del sector corporativo y, en algunos casos, inflaciones elevadas y posiciones fiscales más débiles. Las economías más dependientes de la financiación exterior, como Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica o Turquía, sufrieron en mayor medida este cambio de percepción. La abundante liquidez global y los bajos costes de financiación de la etapa previa no solo habían hecho pasar desapercibida esa dependencia de la financiación exterior, sino que también habían contribuido a incrementarla.

La sensibilidad mostrada por las economías emergentes —aunque en distinta medida en cada caso— a las expectativas de normalización de las condiciones monetarias globales en 2013 puede explicarse por la confluencia de dos factores. Por un lado, el contexto de intensa afluencia de flujos financieros hacia las economías emergentes —con la correspondiente compresión de diferenciales de crédito, apreciaciones cambiarias y elevación de precios de los activos—, resultado de la percepción favorable sobre esas economías que se generó en la salida de la crisis, combinada con la abundante liquidez asociada a las

políticas monetarias de las economías avanzadas. Por otro lado, la reiteración de registros de crecimiento inferiores a los esperados desde 2011, que acabó traducéndose en una revisión a la baja de las previsiones y del crecimiento potencial de estas economías. Esta revisión ha puesto de manifiesto ciertas limitaciones estructurales y falta de reformas, que limitan el avance de la productividad. Además, la propia moderación del crecimiento de China, determinada por el cambio de modelo de crecimiento necesario para corregir sus desequilibrios internos y garantizar la sostenibilidad a largo plazo, también tiene un efecto contractivo sobre la demanda externa del resto de economías emergentes.

En todo caso, la progresiva normalización de las condiciones financieras a escala global puede tener implicaciones positivas para las economías emergentes

En todo caso, la normalización de las condiciones financieras a escala global puede tener implicaciones positivas para las economías emergentes. La moderada reversión de flujos de capitales que ha generado puede interpretarse, hasta cierto punto, como una normalización. Por otra parte, la consolidación de la recuperación de las economías avanzadas anticipa un horizonte global más estable y una mayor demanda externa para las economías emergentes, que puede apoyar su dinamismo. El resultado final dependerá de los fundamentos y del grado de vulnerabilidad de cada una de estas economías. En este sentido, conviene observar que, a pesar del deterioro reciente de las posiciones externas y fiscales, y del avance del crédito en algunas economías emergentes, la gestión de la política económica es ahora más adecuada y los niveles de vulnerabilidad son menores que cuando se desencadenaron episodios de crisis en el pasado. Además, existen mecanismos de mitigación, como la flexibilidad cambiaria —en un contexto de menores descalces de moneda— y un alto nivel de reservas en muchos de estos países.

Las políticas monetarias difirieron en función de la incidencia de los episodios de turbulencias, adoptando en algunos casos un carácter contracíclico

La evolución de la inflación en las economías emergentes se vio contenida por la moderación de los precios de las materias primas, apreciándose tasas reducidas en Europa del Este y relativamente moderadas en Asia y América Latina. No obstante, algunos países, como Brasil, India, Indonesia y Turquía, terminaron el año con tasas entre el 6 % y el 9 %, en parte como resultado de las presiones depreciatorias que experimentaron sus monedas en diversos momentos del año. De hecho, las políticas monetarias difirieron en función de la incidencia de las turbulencias. Así, mientras que los países con fundamentos más sólidos (entre ellos, México, Chile o Corea) permitieron la flotación de los tipos de cambio y redujeron sus tipos de interés, aquellos con problemas de inflación o financiación exterior tuvieron que endurecer sus políticas monetarias, que adoptaron un sesgo procíclico. Asimismo, se revirtieron algunas medidas de carácter macroprudencial instrumentadas en la fase expansiva para frenar los flujos de capital en países como Brasil o Perú, mientras que las políticas fiscales tuvieron poco protagonismo.

El incremento de la inestabilidad refuerza la importancia de los fundamentos sólidos y del avance de las agendas reformistas

En todo caso, las turbulencias de 2013 y principios de 2014 han revelado un carácter más selectivo de los mercados, penalizando más a los países con vulnerabilidades más acusadas. La mayor resistencia de las economías con fundamentos más sólidos o con mayores avances reformistas (como México, Perú o Colombia), muestra los réditos de la buena gestión de las políticas en un entorno de mayor sensibilidad hacia las economías emergentes.

3 La zona del euro

3.1 LA EVOLUCIÓN EN 2013 Y EN LOS PRIMEROS MESES DE 2014

La zona del euro inició una fase de recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre de 2013, que le permitió superar la recesión en que estaba inmersa desde finales de 2011 y frenar así el deterioro del mercado de trabajo. No obstante, la mejoría no fue suficiente para compensar la fuerte caída de la actividad en los primeros meses del año, de modo que en el promedio de 2013 el PIB y el empleo se contrajeron un 0,4 % y un 0,9 %, respectivamente, y la tasa de paro alcanzó el 12,1 %, el máximo des-

El área del euro inició una fase de recuperación en el segundo trimestre de 2013, mientras que la inflación se redujo hasta mínimos históricos

El principal resorte de la recuperación fue la reanimación de la demanda interna, lo que permitió un cierto reequilibrio de las fuentes de crecimiento

La actuación de las autoridades económicas contribuyó a la estabilización de la situación financiera y a sustentar la recuperación

Desde la segunda mitad de 2013, tanto el consumo como la inversión registraron avances positivos...

de la creación de la UEM (véase cuadro 3.2). La ausencia de presiones de demanda, la moderación de los salarios, la desaparición de los efectos relacionados con los aumentos impositivos pasados y la caída de los precios de las materias primas propiciaron que la inflación registrara un notable retroceso a lo largo del año, situándose en el 0,7 % en abril de 2014, muy alejada del umbral establecido en la definición de estabilidad de precios del BCE.

El principal resorte de la recuperación fue la reanimación de la demanda interna, que permitió reequilibrar las fuentes de crecimiento y afianzar una expansión que se ha ido consolidando en los primeros meses de 2014. Este comportamiento favorable está vinculado de manera muy estrecha a la reducción de la incertidumbre, a la mejora de la confianza de consumidores y empresarios, a la estabilización del mercado de trabajo y a la relajación sostenida de las tensiones financieras (véase gráfico 3.5), interrumpida solo transitoriamente por algunos episodios puntuales de inestabilidad, como la negociación en los primeros meses de 2013 del programa de asistencia de Chipre.

La estabilización de la situación financiera se vio propiciada por la actuación de las autoridades económicas, que durante este período continuaron profundizando en la estrategia de respuesta a dos niveles que ha venido funcionando desde el inicio de la crisis del euro. En el ámbito del conjunto del área, los avances alcanzados en la creación de la unión bancaria constituyen un hito histórico en el camino hacia el establecimiento de un marco de gobernanza más sólido y coherente con las necesidades de una unión monetaria. A escala nacional, las políticas de reforma y de consolidación fiscal adoptadas en los países que se habían visto más afectados por las tensiones financieras comenzaron a dar sus primeros frutos, permitiendo que Irlanda y, más recientemente, Portugal superaran sus respectivos programas de asistencia financiera en los plazos previstos y que volvieran a financiarse en los mercados. También en España concluyó el programa para la recapitalización de entidades financieras acordado en 2012.

El tono acomodaticio de la política monetaria del BCE y el ritmo más moderado de consolidación fiscal acordado en el Consejo Europeo de junio de 2013, junto con el mantenimiento de un entorno exterior relativamente favorable (aunque empañado en algunos momentos por incertidumbres provenientes principalmente de las economías emergentes), contribuyeron también a facilitar la recuperación.

La recuperación de la demanda interna se extendió a la mayoría de los países del área e incluso en algunas de las economías más afectadas por la crisis se volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas a finales de 2013, que precedieron a un primer trimestre de 2014 muy moderado para el conjunto del área. No obstante, la expansión del gasto fue muy débil, inferior a la observada en otras regiones avanzadas, y heterogénea por componentes (véase gráfico 3.6). Así, el consumo privado experimentó un avance positivo, pero modesto, en los tres últimos trimestres de 2013. La estabilización del mercado de trabajo y la mejora de la confianza propiciaron que el tímido repunte de la renta disponible real se trasladara al consumo, al tiempo que la tasa de ahorro se mantuvo constante, en niveles relativamente reducidos. Por su parte, la inversión inició una expansión algo más dinámica —aunque sin alcanzar ritmos de crecimiento observados en otros episodios de recuperación anterior—, alentada por la reactivación de la demanda y de la actividad industrial y por el aumento de los márgenes de beneficio empresarial que ha tenido lugar a lo largo de la crisis en los países más afectados por las tensiones, donde este componente del gasto había registrado mayores caídas.

	2010	2011	2012	2013	2013			
					I TR	II TR	III TR	IV TR
Demanda y producto (variación intertrimestral)								
Producto interior bruto	1,9	1,6	-0,6	-0,4	-0,2	0,3	0,1	0,2
Consumo privado	1,0	0,3	-1,4	-0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1
Consumo público	0,6	-0,1	-0,6	0,1	0,2	-0,1	0,4	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,8	-3,8	-2,9	-1,7	0,1	0,5	1,0
Exportaciones	11,4	6,7	2,7	1,4	-0,9	2,4	0,1	1,3
Importaciones	9,8	4,7	-0,8	0,0	-1,2	1,7	0,9	0,5
Contribuciones al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales								
Demanda interna	0,6	0,5	-1,6	-0,9	-0,4	0,1	0,2	0,2
Variación de existencias	0,6	0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,3
Demanda externa	0,7	0,9	1,5	0,6	0,1	0,4	-0,3	0,4
Precios y costes (variación interanual)								
Precios de consumo (media anual)	1,6	2,7	2,5	1,4	1,9	1,4	1,3	0,8
Deflactor del PIB	0,8	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,4	1,1
Costes laborales unitarios	-0,6	0,8	1,9	1,2	1,8	1,2	1,2	0,6
Remuneración por asalariado	1,8	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,5
Productividad del trabajo	2,4	1,3	0,0	0,5	0,0	0,5	0,6	0,9
Administraciones Públicas (% del PIB)								
Gastos totales	51,0	49,5	49,9	49,8				
Gastos corrientes	46,7	46,0	46,2	46,6				
Inversión pública	2,6	2,4	2,2	2,1				
Ingresos totales	44,8	45,3	46,2	46,8				
Déficit (-) / superávit (+) primario	-3,4	-1,1	-0,6	-0,1				
Déficit (-) / superávit (+)	-6,2	-4,1	-3,7	-3,1				
Deuda pública	85,7	88,1	92,7	95,0				
Mercado de trabajo								
Empleo total (variación intertrimestral)	-0,5	0,3	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	0,0	0,1
Paro (% de población activa)	10,1	10,1	11,3	12,0	12,0	12,0	12,0	11,9
Balanza de pagos (% del PIB)								
Cuenta corriente	0,1	0,1	1,4	2,4	1,2	2,5	2,2	3,6
Ratios de endeudamiento								
Hogares (% del PIB)	66,6	65,7	65,2	64,0	64,8	64,6	64,4	64,0
Sociedades no financieras (% del PIB)	102,2	101,0	101,7	99,5	101,4	100,6	100,1	99,5

FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

... aunque muy débiles y heterogéneos por países, lastrados por los altos niveles de endeudamiento y la fragmentación financiera

El proceso de desendeudamiento en que se encuentran inmersas algunas economías del área es uno de los factores que subyacen a la debilidad en el crecimiento de la demanda y a la persistencia de grandes disparidades por países. A ello se añaden las dificultades que se derivan de la fragmentación financiera que, a pesar de una cierta mejoría, sigue dificultando la traslación del tono expansivo de la política monetaria especialmente a aquellos países del área donde la situación cíclica se encuentra más deprimida (véase gráfico 3.5). El escaso dinamismo de los préstamos bancarios constituye una pauta habitual en las fases más tempranas de una recuperación, especialmente en situaciones caracterizadas por el sobreendeudamiento del sector privado. Sin embargo, la debilidad que muestran los agregados crediticios, incluso en las economías con fundamentos más favorables, apunta a la posible incidencia en esta fase del ciclo de factores de oferta, en un contexto en el que aún persisten los efectos de la crisis sobre los balances de algunos

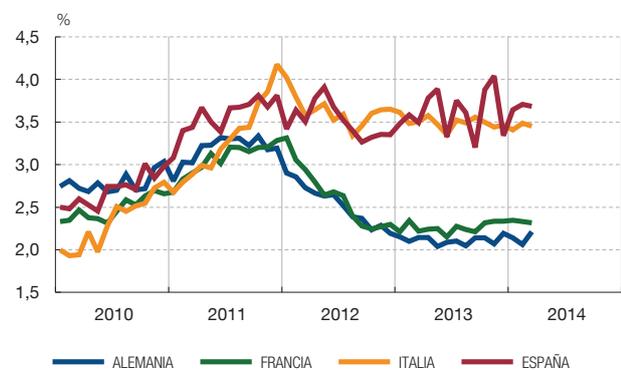
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



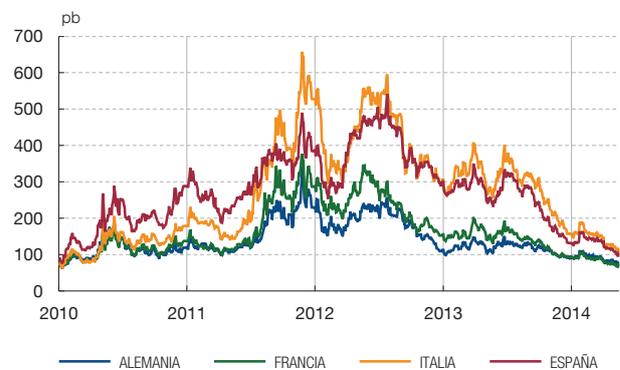
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



PRIMAS DE RIESGO CREDITICIO PARA ENTIDADES DE CRÉDITO



FUENTE: Banco Central Europeo.

bancos y las entidades han de adaptarse a los nuevos requerimientos regulatorios. La escasez de financiación bancaria podría lastrar la recuperación de la inversión, afectando especialmente a empresas pequeñas y medianas, que tienen menor capacidad de acceso a la financiación de mercado (véase recuadro 3.2).

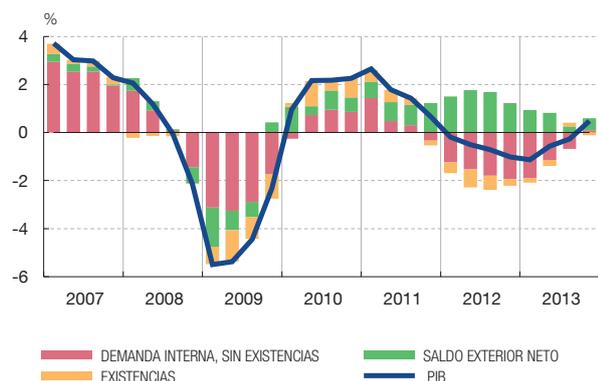
La demanda exterior mantuvo una aportación positiva, pese a la desaceleración de las exportaciones a los mercados emergentes...

Por su parte, la demanda exterior siguió contribuyendo, aunque de forma decreciente, a la expansión de la actividad en 2013. Las importaciones fueron cobrando dinamismo conforme avanzaba el año, en línea con la expansión del gasto interno y, en especial, de la inversión, que presenta un elevado contenido importador. En cambio, las exportaciones registraron una desaceleración que se centró sobre todo en los mercados emergentes, afectados por dudas crecientes sobre las perspectivas económicas de estos países. La apreciación del euro frente a estas economías —y en los meses finales del año frente al dólar— contribuyó también a este comportamiento.

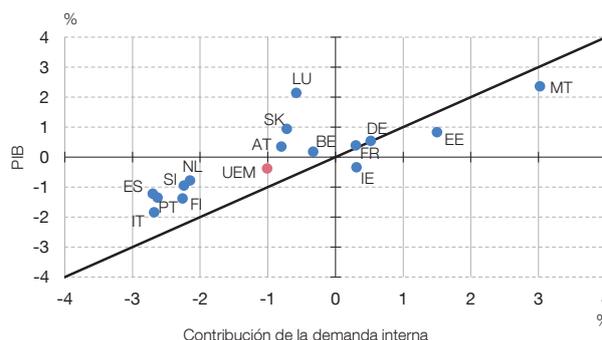
... y prosiguió el proceso de ajuste de los desequilibrios externos y de competitividad de las economías del área más afectadas por la crisis, en las que el crecimiento de las exportaciones fue elevado

Estas pautas, sin embargo, no fueron compartidas por todos los países del área. Así, las ventas al exterior de bienes y servicios de España, Portugal y Grecia mostraron un comportamiento más vigoroso en 2013, que cobró mayor intensidad en los mercados emergentes, donde en los años recientes han registrado un importante incremento de sus cuotas de mercado. La debilidad de la demanda de estos países y el reequilibrio de la competitividad-precio que está teniendo lugar han propiciado una corrección muy rápida e intensa de sus desequilibrios por cuenta corriente (véase gráfico 3.1). A finales de 2013,

TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



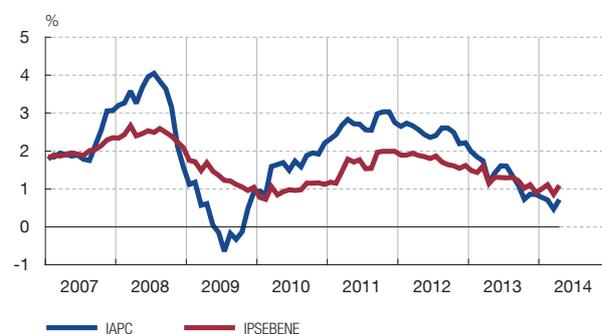
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2013 (a)



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

- a No se representan Grecia y Chipre, porque distorsionan el gráfico. Los valores para Grecia son una caída del PIB próxima al 4 % y una contribución negativa de la demanda interna cercana a 6 pp. Para Chipre son una caída del PIB superior al 5 % y una contribución negativa de la demanda interna en torno a 10 pp.
- b Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

Irlanda presentaba un superávit por cuenta corriente próximo al de Alemania (7 % del PIB) y España se aproximaba al promedio de la zona del euro (2 % del PIB), mientras que Grecia y Portugal registraban saldos positivos por primera vez en muchas décadas. Con todo, el endeudamiento frente al exterior de estas economías es muy elevado, lo que las hace vulnerables frente a eventuales perturbaciones.

En 2013 se detuvo el deterioro del mercado de trabajo y se logró estabilizar la tasa de paro, que permanece en niveles muy elevados

En el mercado de trabajo, la fragilidad de la recuperación económica hizo que las empresas se mostraran cautas a la hora de incrementar plantillas, sobre todo cuando el número de horas trabajadas permanecía aún por debajo de su promedio histórico. En consecuencia, el empleo —que había dejado de caer en el segundo trimestre— se mantuvo estable durante la mayor parte del año. Por su parte, la tasa de paro, tras cinco años consecutivos de aumento, también se estabilizó en registros históricamente muy elevados, cercanos al 12 %. A dicha estabilización contribuyeron el desánimo en la búsqueda de empleo de los trabajadores más jóvenes, afectados por niveles de desempleo próximos al 50 % en algunos países, que compensó el incremento en la tasa de actividad femenina, asociada en estos momentos a la necesidad de incorporar una segunda fuente de ingresos en los hogares más afectados por la crisis, y el impacto de las reformas tendentes a retrasar la edad de jubilación. Así, la tasa de actividad se mantuvo estable en 2013, tras el incremento continuo que había registrado a lo largo de la crisis. Este comportamiento contrasta con el descenso de esta misma tasa observado en Estados Unidos.

Los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación del sector privado en la zona del euro y, por tanto, su disponibilidad es clave para sustentar la recuperación económica. La evolución de los préstamos posee un marcado carácter cíclico, que viene determinado por la confluencia de factores de demanda y de oferta que operan en una misma dirección a lo largo del ciclo económico y que, por tanto, resultan difíciles de desligar. Para las empresas no financieras este patrón cíclico ha mostrado históricamente un cierto retraso con respecto al PIB.

Aun teniendo en cuenta estas regularidades, los préstamos han venido mostrando desde mediados de 2012 una debilidad que contrasta con la mayor estabilización de la actividad económica y que sugiere la presencia de factores adicionales que le estarían restando dinamismo (véanse gráficos 1 y 2).

Por el lado de la demanda, un candidato evidente a explicar este comportamiento es el elevado endeudamiento del sector privado en algunos países y la necesidad de disminuirlo. Como ilustran los gráficos 3 y 4, esta situación se manifiesta en flujos netos de préstamos muy negativos en los países que experimentaron un incremento elevado de la deuda privada antes de la crisis —principalmente, Irlanda, Chipre, Portugal y España—. La reconducción de los niveles de endeudamiento está teniendo lugar en un contexto de bajo crecimiento económico y de inflación moderada, lo que hace que el desapalancamiento tenga que transcurrir fundamentalmente a través de flujos netos negativos de financiación. En el caso español, existe evidencia empírica que corrobora el efecto negativo del nivel de endeudamiento sobre la evolución de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras (véase, por ejemplo, el recuadro 4.1 en este mismo Informe).

Por el lado de la oferta, la posición de capital y liquidez de los bancos determina de manera crucial la intensidad con la que la situación cíclica se traslada a la evolución del crédito [Jiménez *et al.* (2012)]¹. Aunque la solvencia de la banca no es ajena a la propia situación económica, que ha afectado negativamente a la calidad de los activos en su cartera, los efectos sobre la concesión de préstamos se pueden ver intensificados en esta ocasión por el hecho de que, como resultado de la crisis financiera global, tanto los mercados como los nuevos marcos regulatorios exigen ahora unos estándares prudenciales más rigurosos. También existe evidencia empírica que apoya la relevancia de los factores de oferta en la evolución del crédito durante la última crisis tanto para el conjunto del área [Darracq Paries *et al.*

(2014)]² como para países del núcleo del área, como Alemania [Blaes (2011)]³.

Durante el período más reciente, la información indirecta de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios apunta a que, durante 2013, tanto los factores de demanda como los de oferta han sido relevantes. Dentro de los últimos, la percepción del riesgo de crédito ha sido el determinante principal del sesgo restrictivo de las condiciones de oferta, aunque las entidades aseguran también que los cambios regulatorios han incidido sobre los criterios de concesión de créditos y han provocado un ajuste en sus carteras de préstamo —particularmente, las de mayor riesgo— (véase gráfico 5).

Es interesante constatar también que entre las empresas de mayor tamaño está teniendo lugar una cierta sustitución entre fuentes de financiación externa como resultado de que la orientación expansiva de la política monetaria se habría trasladado más intensamente a los mercados de deuda que al coste de los nuevos préstamos. Desde 2009 las emisiones de renta fija han representado más de un 4 % del PIB en términos acumulados, frente a una caída de casi el 2 % del PIB de los préstamos bancarios. Las emisiones fueron más intensas en los países donde las empresas partían de una estructura de pasivo más orientada hacia los mercados (véase gráfico 6). Por otro lado, en las economías sujetas a mayor tensión durante la crisis, los problemas de fragmentación financiera dentro del área elevaron los costes de financiación de los propios bancos y, por tanto, los de los créditos que estos podían conceder.

En resumen, la atonía reciente de los préstamos bancarios constituye un motivo de preocupación en la medida en que parece responder, más allá de factores cíclicos, a la presencia de factores limitadores tanto de demanda como de oferta, cuya incidencia varía de forma bastante heterogénea por países. En un contexto en el que la banca está inmersa en un proceso de adaptación a los nuevos estándares regulatorios y de mercado, llevar a buen término esta adaptación puede resultar crucial para que la oferta de crédito no limite la inversión ni la recuperación económica. Desde una óptica distinta, la crisis ha puesto de manifiesto también los riesgos que se derivan de una diversificación limitada de las fuentes de financiación de las empresas. Los riesgos son más acusados en el caso de las pymes, para las que el acceso a los mercados resulta particularmente complejo por las restricciones que se derivan de su tamaño y su capacidad para producir la información relevante para los inversores, y justifican el estudio de iniciativas orientadas específicamente a este sector.

1 G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró y J. Saurina (2012), «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications», *American Economic Review*, 102 (5), pp. 2301-2326.

2 M. Darracq Paries, L. Maurin y D. Moccero (2014), *Financial Condition Index and Credit Supply Shocks for the Euro Area*, Documento de Trabajo n.º 1644, marzo, Banco Central Europeo.

3 B. Blaes (2011), *Bank-related loan supply factors during the crisis: an analysis based on the German bank lending survey*, Discussion Paper, n.º 31/2011, Deutsche Bundesbank.

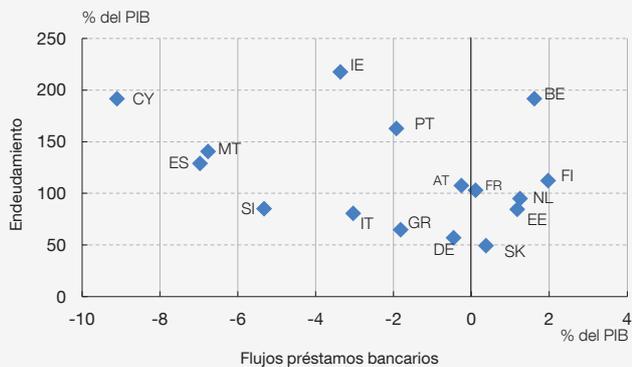
1 PIB Y PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA UEM (Crecimiento interanual)



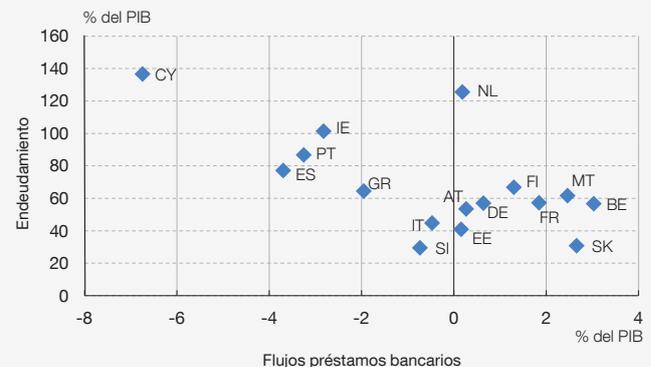
2 PIB Y PRÉSTAMOS BANCARIOS A HOGARES EN LA UEM (Crecimiento interanual)



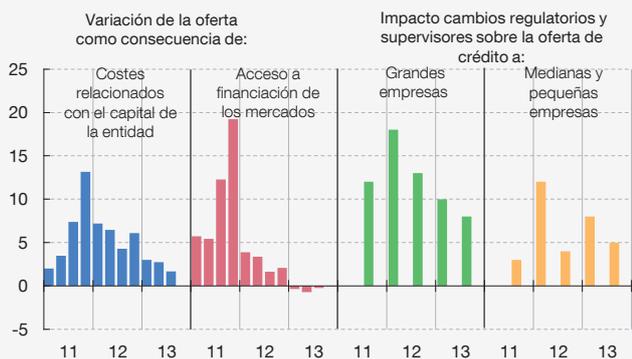
3 ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS 2013



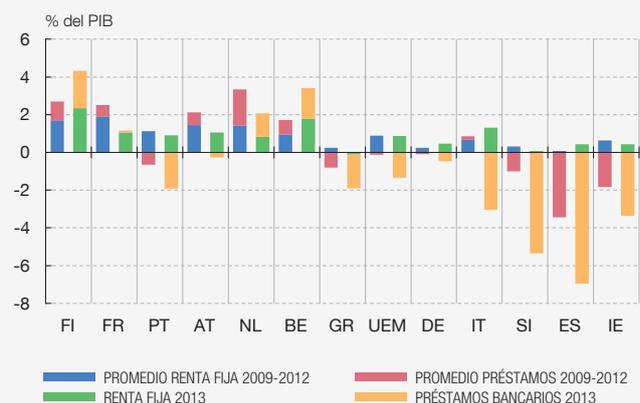
4 ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES 2013



5 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS



6 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES DE BONOS DE LAS EMPRESAS (b) (Flujos en porcentaje del PIB)



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Excluidos los países con elevado endeudamiento en proceso de ajuste (España, Portugal, Irlanda y Chipre).
- b Ordenados según el peso de la renta fija en el total de deuda. La importancia de la financiación vía valores de las sociedades no financieras está infravalorada en países como Alemania o España, donde, en ocasiones, esta es captada por filiales en el extranjero o filiales financieras y distribuida posteriormente a través de préstamos interempresariales.

La consolidación fiscal prosiguió, aunque a un ritmo inferior al de años anteriores

En el ámbito de la política fiscal, la decisión del Consejo Europeo de junio de ampliar los plazos para la corrección de los déficits excesivos (superiores al 3 % del PIB) permitió que los Gobiernos adoptaran un mayor gradualismo en su estrategia de consolidación fiscal. Con todo, en 2013 la política fiscal ejerció un efecto contractivo sobre la actividad económica del área (véase gráfico 3.3), con una reducción del déficit estructural en torno a 1 pp del PIB, algo inferior a la observada un año antes. No obstante, la debilidad de la situación económica hizo que el déficit total de las AAPP disminuyera en menor medida, aproximándose para el conjunto del área al 3 % del PIB. Como en años anteriores, el ajuste provino principalmente del aumento de los ingresos impositivos, mientras que el gasto público permaneció estabilizado. Pese a las recomendaciones del Consejo de la Unión de que los programas de consolidación fiscal deberían diseñarse de la forma más favorable al crecimiento, en diversos países los recortes del gasto necesarios para reducir el déficit afectaron principalmente —además de a los salarios y al empleo públicos— a la inversión pública y a los gastos en educación e innovación. En un entorno de moderado crecimiento nominal, la deuda pública siguió creciendo, hasta situarse en el 95 % del PIB en 2013 (véase gráfico 3.7). Por países, el ajuste de las finanzas públicas fue más intenso en los países que se han revelado más vulnerables a las tensiones financieras. Destaca, en particular, el gran esfuerzo realizado por Grecia durante los últimos años, que le ha permitido alcanzar una situación de superávit primario a finales de 2013, lo que abre la puerta para que a lo largo de 2014 el Eurogrupo valore establecer medidas para reducir el peso de la deuda helena, en los términos acordados en el segundo programa de asistencia.

La inflación se redujo notablemente, hasta alcanzar valores muy moderados, alejados del objetivo de medio plazo de la política monetaria...

La inflación de la zona del euro se redujo notablemente a lo largo de 2013 y principios de 2014, situándose en el 0,7 % en abril, muy alejada del objetivo de medio plazo de la política monetaria. A este descenso contribuyó la caída de los precios de la energía, pero también los precios de los bienes no energéticos y de los servicios registraron un retroceso de su ritmo de avance, especialmente destacable en el caso de los servicios, que habían mostrado cierta resistencia a la baja en los primeros años de crisis. La moderación de la inflación se extendió a todos los países del área, si bien fue más acusada en aquellos —como Grecia, Chipre, Portugal, Irlanda y España— en los que la demanda interna está más deprimida, donde se han registrado tasas de inflación interanuales muy próximas a cero o negativas en algunos casos.

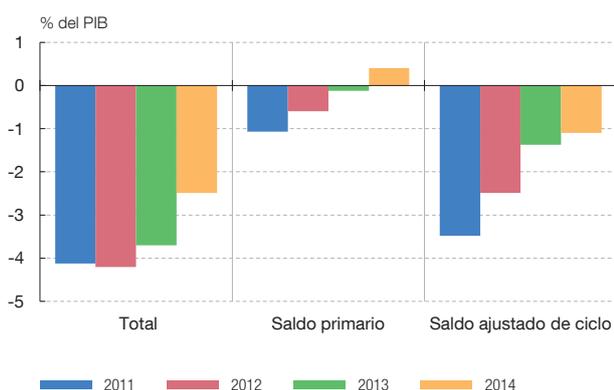
... condicionada por la situación económica general...

Los bajos niveles de inflación alcanzados responden, en primer lugar, al estado relativamente deprimido de la demanda interna que prevalece en el conjunto de la UEM —aunque, especialmente, en las economías que están ajustando desequilibrios acumulados en el pasado— y que se manifiesta en la persistencia de brechas de producción (*output-gaps*) elevadas, altas tasa de paro y ausencia de presiones salariales. La caída de la inflación se hizo más visible cuando se desvanecieron los efectos temporales asociados a subidas de impuestos indirectos en algunos países y reflejó también el retroceso de los precios de importación. El comportamiento de estos últimos recoge la evolución favorable de los precios de las materias primas —en un contexto de debilidad de la demanda, sobre todo de economías emergentes, y de fortaleza de la oferta—, así como la apreciación del tipo de cambio. En términos efectivos, el euro se revalorizó más de un 10 % entre julio de 2012 y mediados de mayo de 2014.

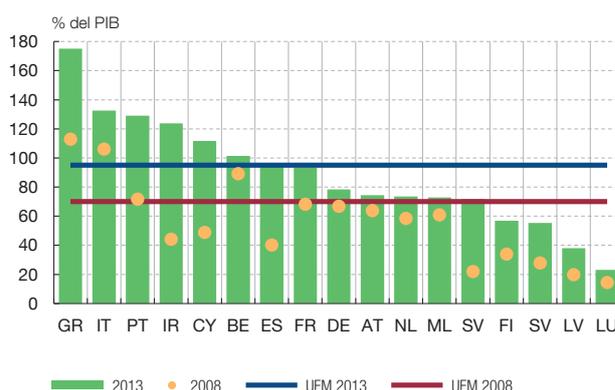
... si bien los riesgos de deflación son relativamente reducidos

Como se discute en el recuadro 1.1, los indicadores habituales para aproximar los riesgos de deflación asignan una probabilidad relativamente reducida a esta —inferior a la registrada en el año 2009, en los momentos más críticos de la crisis financiera internacional—. Con todo, como se señala en el siguiente epígrafe, el escenario que se anticipa de recuperación solo moderada de la actividad y muy lenta convergencia de la tasa

DÉFICIT (-) / SUPERAVIT (+) PÚBLICO (a)



DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Comisión Europea.

a Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea.

de inflación hacia valores cercanos al 2 % plantea importantes retos para el conjunto de las políticas económicas.

3.2 LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN A MEDIO PLAZO Y LOS RETOS DE LAS POLÍTICAS NACIONALES EN EL NUEVO MARCO DE GOBERNANZA EUROPEO

Las previsiones disponibles sugieren que el área del euro irá afianzando progresivamente la recuperación, que será modesta...

La mayoría de análisis de organismos internacionales e instituciones privadas coincide en señalar que el área del euro irá afianzando su recuperación en los próximos trimestres, apoyada en un entorno exterior relativamente favorable, aunque no exento de riesgos, y una expansión del comercio mundial más dinámica que la observada en el pasado reciente (véase gráfico 3.1). Las predicciones disponibles concuerdan asimismo al apuntar que la demanda interna —limitada por los elevados niveles de endeudamiento públicos y privados alcanzados tras la crisis— se irá fortaleciendo, aunque solo de manera gradual. En consonancia, se proyectan, en general, tasas de crecimiento del PIB muy moderadas para el período 2014-2016, delineándose un escenario en el que el proceso de reabsorción de los excesos de capacidad instalada y de los elevados niveles de desempleo será probablemente muy lento. Además, salvo que surjan tensiones inflacionistas provenientes del entorno exterior, es previsible que sea lento también el proceso mediante el cual la inflación del conjunto del área retome valores cercanos al 2 % que resulten más coherentes con el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo del BCE.

... y dependiente en el apoyo de las políticas macroeconómicas y de reformas estructurales en el ámbito del área y de los países

En este contexto, la recuperación económica del área seguirá dependiendo del apoyo continuado de la política monetaria —que, de acuerdo con las orientaciones del BCE, es previsible que se mantenga durante un período prolongado de tiempo— y de un tono algo menos restrictivo de las políticas fiscales, que, no obstante, no deberán perder de vista el objetivo de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Otros elementos que deberán coadyuvar de forma decidida al ritmo de la recuperación a medio plazo incluyen, en el ámbito del área del euro, la conclusión de las reformas encaminadas a restaurar definitivamente una situación de estabilidad financiera e integración de los mercados que ayude a normalizar las condiciones crediticias y a recomponer la confianza de los agentes; y, a escala nacional, la continuación de los procesos de ajuste de desequilibrios en los que están inmersas algunas de las economías del área, apoyada en el impulso de nuevas reformas estructurales.

Los países con mayores desequilibrios deben

En un contexto de baja inflación global, el mantenimiento del reajuste de la competitividad que están registrando estas economías hace necesario que la estrategia de moderación

profundizar en su estrategia de reforma estructural, incremento de la productividad y moderación salarial

salarial se vea complementada por el logro de mejoras genuinas de productividad desvinculadas de los procesos de destrucción de empleo. Las reformas emprendidas en España, Portugal, Grecia, Italia o Irlanda en los años recientes han supuesto una revisión notable de sus sistemas de negociación colectiva y de los esquemas de protección de empleo, donde existían diferencias sustanciales con respecto a otras economías que han mostrado un comportamiento del empleo más favorable, aunque aún resulta difícil evaluar sus efectos al entremezclarse con las propias consecuencias de la crisis. En cambio, los esfuerzos para aumentar la competencia en algunas actividades de servicios e industrias de red —en particular, en el mercado de la energía y las actividades profesionales— han sido en general más escasos. También sería conveniente un mayor esfuerzo en el área de las políticas activas de empleo y de formación para facilitar la reasignación de recursos cuando la recuperación de la demanda cobre fuerza y evitar que los elevados y persistentes niveles de desempleo alcanzados tengan efectos permanentes sobre los incentivos a participar en el mercado de trabajo.

Las dificultades para la reabsorción de los desequilibrios que se derivan del contexto de baja inflación resaltan la importancia del impulso en las economías con mayor capacidad de actuación

La fragilidad de la recuperación y las complejidades para la reabsorción de los desequilibrios que se derivan de un contexto de baja inflación hacen deseable que las economías con mayor margen de actuación contribuyan también a sostener la recuperación de la demanda; en particular, eliminando los obstáculos regulatorios que impidan un mayor crecimiento de la inversión, especialmente en las actividades de servicios, según aconseja la Comisión Europea a algunos países en las recomendaciones realizadas en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos.

La política fiscal también puede contribuir a la recuperación haciendo que la consolidación fiscal sea más favorable al crecimiento

Aun cuando reconducir los elevados niveles de deuda pública alcanzados requiere mantener superávits primarios durante un período prolongado de tiempo, la política fiscal también puede contribuir a la recuperación haciendo que el peso del ajuste recaiga en mayor medida en partidas con menor impacto sobre el crecimiento. Así, por ejemplo, se puede actuar mediante una revisión exhaustiva del gasto orientada a eliminar ineficiencias, como la emprendida por Irlanda o Italia. En aquellos países que tienen margen de maniobra, también se podría reducir la imposición sobre el trabajo, compensándolo con un aumento de las bases imponibles del IVA, como ha hecho recientemente Francia.

También resulta esencial eliminar la fragmentación financiera culminando el proceso hacia la unión bancaria

Por último, resulta esencial reparar el actual estado de fragmentación de los mercados financieros culminando el camino hacia una plena unión bancaria. El estallido de la crisis de Chipre a principios de 2013 y los controles de capitales que se establecieron, y que todavía subsisten, constituyen el recordatorio más reciente de que en una unión monetaria, donde los capitales fluyen libremente, la autonomía nacional de las políticas de supervisión y resolución bancarias es una fuente potencial de inestabilidad financiera y de posibles espirales negativas entre el riesgo soberano y el bancario.

3.3 LAS POLÍTICAS EUROPEAS Y LA ACTUACIÓN DEL BCE

3.3.1 La unión bancaria

La unión bancaria es un hito en el proyecto de construcción de una unión económica y monetaria genuina

El proyecto de unión bancaria —en particular, el establecimiento de su base legal— ha planteado retos de primera magnitud para la política europea desde mediados de 2012. Su construcción se asienta en el nuevo marco de regulación financiera desarrollado para el conjunto de la Unión Europea en respuesta a las lecciones de la crisis financiera internacional y con el objetivo de lograr un sistema financiero más robusto y de proteger la integridad del mercado único. Durante 2013 y los meses transcurridos de 2014 se culminaron gran parte de los elementos esenciales de este nuevo código normativo único, como son las nuevas reglas prudenciales recogidas en el denominado «paquete DRC/RRC IV» (en vigor desde principios de año), la Directiva de los Fondos de Garantía de Depósitos y la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (DRRB).

La unión bancaria descansa en dos pilares: el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución

El MUS será el supervisor único de las entidades bancarias de los países participantes a partir de noviembre...

... encontrándose inmerso en un trabajo preparatorio intenso, que incluye un ejercicio previo de valoración global de las entidades

El MUR estará conformado por una autoridad de resolución única —la Junta de Resolución— y un fondo único de resolución

La unión bancaria implica la aplicación centralizada de este nuevo marco regulatorio para los países participantes —todos los de la zona del euro y, de manera voluntaria, el resto de países de la UE—, al que se añaden dos elementos esenciales inseparables: por un lado, la constitución de autoridades supranacionales que asuman las tareas de supervisión y de resolución de las entidades bancarias; por otro, el establecimiento de redes de seguridad comunes que actúen como respaldo financiero de última instancia, contribuyendo a evitar los procesos de realimentación entre el riesgo soberano y el bancario a escala nacional que tan negativamente afectaron a la unión monetaria en los momentos más críticos de la crisis del euro en 2012. Concretamente, la unión bancaria europea ha sido concebida con dos pilares: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR). En el ámbito de los fondos de garantía de depósitos no se contempla por el momento ir más allá de la armonización que se ha logrado con la nueva directiva.

A pesar de la enorme complejidad técnica y política del proyecto, la UE ha conseguido completar la base legislativa de la unión bancaria en los plazos previstos, lo que permitirá que elementos fundamentales empiecen a estar plenamente operativos en 2014. Este será el caso del MUS, que comenzará a funcionar en noviembre, cuando el BCE se responsabilizará de la supervisión, con la involucración de las autoridades nacionales competentes, de todas las entidades de crédito de los países participantes. El BCE asumirá la supervisión directa de unas 130 entidades identificadas como significativas —representativas del 85 % de los activos del sector—, mientras que las autoridades nacionales competentes serán las encargadas del resto del sistema bancario actuando de acuerdo con los criterios del MUS. Con el objetivo de evitar interferir en sus responsabilidades de política monetaria, las atribuciones supervisoras del BCE serán canalizadas a través del nuevo Consejo Supervisor.

Tras la aprobación de la base legislativa del MUS en el otoño de 2013, comenzaron los trabajos preparatorios, que se encuentran en una fase muy avanzada. Estas tareas incluyen un ejercicio singular de evaluación global de las entidades significativas, actualmente en curso, que concluirá en octubre de 2014 con la publicación de sus resultados. Se trata de un examen de las entidades en dos vertientes principales: el análisis de la calidad de los activos y la evaluación de la capacidad de resistencia a escenarios de tensión —análisis este último que se realiza en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea—. Con ello se persigue reforzar la confianza en las entidades que pasarán a estar bajo supervisión directa del BCE, aumentando la transparencia sobre su situación y favoreciendo la recapitalización de aquellas que, siendo viables, requieran un refuerzo de sus niveles de solvencia.

El diseño del MUR, segunda pieza de la unión bancaria europea, ha exigido un proceso de negociación largo y complejo, que culminó en abril de 2014 con la aprobación definitiva en el Parlamento Europeo, lo que permitirá su entrada en funcionamiento en enero de 2015. Este marco de resolución de entidades con problemas tendrá un ámbito de aplicación similar al del MUS y estará compuesto por dos elementos esenciales: por un lado, una autoridad única —la Junta de Resolución—, que será la responsable de aplicar de manera uniforme las normas comunes recogidas en la DRRB; por otro, un fondo único de resolución, que se regirá por un acuerdo intergubernamental y servirá de respaldo financiero para facilitar procesos de resolución ordenada. Este fondo comenzará a nutrirse a partir de 2016, y durante un período de ocho años, con las aportaciones de las entidades bancarias, que ascenderán en conjunto a 55 mm de euros. Durante este tiempo, el fondo estará dividido en compartimentos nacionales, que se irán fusionando progresivamente, de manera que el capital será completamente común en 2022. Aunque la constitución de

este fondo y la aplicación de medidas de recapitalización interna para distribuir las pérdidas entre los accionistas y acreedores del banco en resolución harán menos probable la necesidad de recursos públicos, la credibilidad de este marco de resolución se reforzará con un respaldo financiero de recursos públicos común, que, sin embargo, se encuentra todavía pendiente de definir. En cualquier caso, se prevé que cualquier tipo de financiación pública sea restituida *a posteriori* con aportaciones de las entidades, asegurando la neutralidad fiscal a medio plazo del mecanismo.

A pesar de estos avances, quedan pendientes pasos importantes que permitan finalizar con éxito el establecimiento de la unión bancaria

A pesar de estos avances, quedan pendientes retos importantes para que la unión bancaria sea una realidad y contribuya a restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y a garantizar el correcto funcionamiento del sistema bancario, esenciales en una economía eminentemente bancarizada como la de la zona del euro. En primer lugar, además de los cambios organizativos y técnicos que requiere la implantación del MUS, la buena ejecución del ejercicio de evaluación global del BCE es esencial para dotar de la credibilidad necesaria al nuevo supervisor y reforzar la confianza en el sistema bancario del área. Por otra parte, queda por definir, como se ha señalado, un mecanismo fiscal común de respaldo financiero de última instancia que sea congruente con el sistema común de supervisión y resolución de entidades bancarias. Este mecanismo ha de ser creíble y ofrecer garantías de que es suficiente para abordar de forma eficiente futuras dificultades en caso de que, una vez agotados los mecanismos ordinarios previstos en la normativa, las necesidades financieras pudieran exceder puntualmente la capacidad del fondo único de resolución.

3.3.2 La política monetaria

Las perspectivas de inflación débiles y de recuperación económica moderada condicionaron la actuación de la política monetaria

El escenario descrito de perspectivas de inflación débiles y de recuperación económica moderada condicionó la actuación de la política monetaria del BCE en la segunda mitad de 2013 y los meses transcurridos de 2014. En ese período, la acción del BCE continuó viéndose dificultada, además, por el funcionamiento deficiente del mecanismo de transmisión, que —a pesar de la mejoría significativa experimentada desde los momentos más críticos de la crisis a mediados de 2012— siguió impidiendo que los impulsos expansivos provenientes de la política monetaria se trasladasen de forma suficientemente homogénea al conjunto de sectores y de países del área. La persistencia de la fragmentación financiera y de las necesidades de desapalancamiento, tanto del sector privado no financiero en algunos países como de los propios bancos, en general, se ha traducido en una dinámica contractiva del crédito.

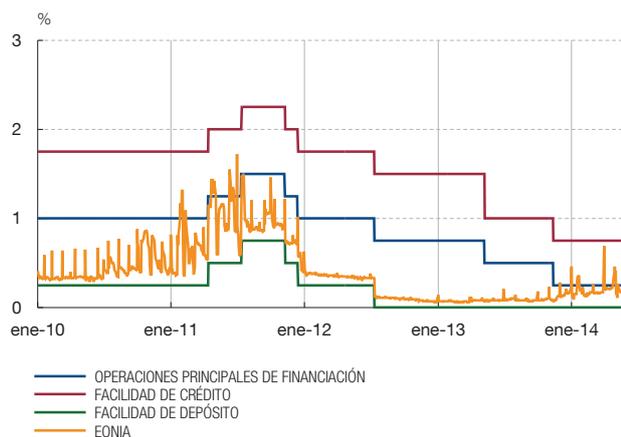
El BCE redujo los tipos de interés hasta niveles muy próximos a su cota inferior efectiva...

Para contrarrestar este conjunto de circunstancias adversas, que afectaban negativamente a las perspectivas de cumplimiento del objetivo de medio plazo de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reajustar el tono de la política monetaria mediante un conjunto de actuaciones complementarias, que discurrieron en tres vertientes. Por un lado, en el ámbito de las medidas convencionales de política monetaria, el BCE redujo los tipos de interés en dos ocasiones, hasta situarlos en noviembre en niveles mínimos del 0,25 % para las operaciones principales de refinanciación (véase gráfico 3.8). Este descenso se acompañó de un estrechamiento del corredor que forman las facilidades de crédito y de depósito, que se volvió asimétrico en torno al tipo de las subastas semanales. El tipo de la facilidad de crédito se redujo hasta el 0,75 %, mientras que el de la facilidad de depósito permanece en el 0 % desde julio de 2012.

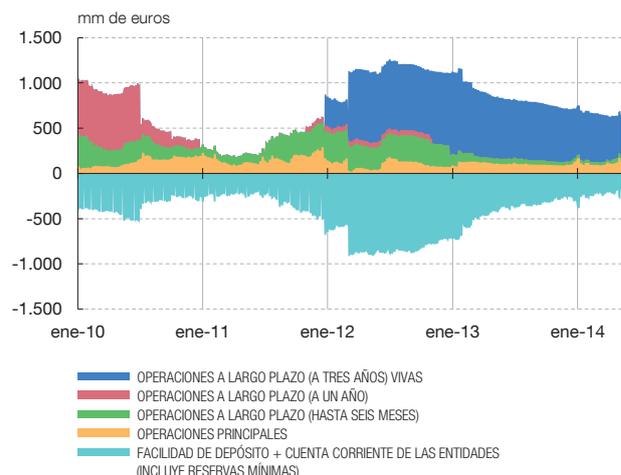
... introdujo novedades importantes en su política de comunicación...

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del BCE decidió introducir novedades en el ámbito de su política de comunicación en julio de 2013, en un momento en el que la incertidumbre sobre la política de retirada de estímulos de la Fed generaba volatilidad y presiones al alza sobre los tipos de interés de los mercados monetarios. De este modo, se comenzó a practicar una política de *forward guidance*, haciendo explícita la expectativa del Consejo

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



FUENTE: Banco Central Europeo.

de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles reducidos vigentes en aquel momento o inferiores durante un período prolongado. Dicha expectativa —que se ha reiterado en todas las reuniones sucesivas, incluyendo la última celebrada en mayo— se basa en un escenario de perspectivas de inflación a medio plazo contenidas, de debilidad generalizada de la economía y de atonía de la evolución monetaria. Como se explica con más detalle en el recuadro 3.1, a diferencia de lo que ha sucedido en Estados Unidos o Reino Unido, la formulación del BCE condiciona la evolución futura de los tipos de interés oficiales a las perspectivas inflacionistas del área y no proporciona una referencia temporal concreta ni se asocia a la evolución de alguna variable macroeconómica. En el ámbito de la comunicación también, el Consejo de Gobierno anunció que está considerando la publicación de reseñas de sus discusiones de política monetaria y decidió ampliar a tres años el horizonte temporal de los ejercicios de proyecciones macroeconómicas trimestrales, con la publicación en marzo de 2014 de las sendas para la inflación y el crecimiento durante el período 2014-2016.

... y prolongó la política de provisión generosa de liquidez

El tercer ámbito de acción del BCE continuó recayendo sobre la política de provisión de liquidez, terreno en el que fue clave también la comunicación más transparente sobre los planes futuros del Consejo. Así, en noviembre de 2013 anunció que la vigencia de las subastas a tipo fijo y adjudicación plena se prolongaría al menos hasta mediados de 2015. Se intentaba de este modo afectar al tramo largo de la curva de tipos de interés monetarios, limitando también los efectos sobre ella del vencimiento de las operaciones de liquidez a tres años —conocidas como «VLTRO»— que el BCE llevó a cabo a finales de 2011 y principios de 2012.

Las medidas del BCE y la atenuación sostenida de las tensiones financieras se tradujeron en una cierta mejora de las condiciones de financiación...

La acción conjunta de estas medidas del BCE permitió alinear mejor las expectativas del mercado sobre la evolución futura de la política monetaria y las perspectivas del propio Consejo de Gobierno sobre el cumplimiento del objetivo de medio plazo. Ello se tradujo en una cierta relajación de las condiciones financieras, que se vio reforzada por la caída sostenida de las primas de riesgo desde el verano de 2012, en particular tras la aprobación del Programa de las Operaciones Monetarias de Compraventa del BCE (OMT, por sus siglas en inglés).

... pero la perspectiva de un período prolongado de inflación alejada del 2 % plantea importantes retos de futuro

La experiencia internacional muestra, no obstante, que existe un margen amplio para la actuación no convencional de la política monetaria cuando los tipos de interés se encuentran próximos a su cota inferior efectiva

Con todo, la política monetaria se enfrenta a un escenario complejo, marcado por unas perspectivas en las que la tasa de inflación para el conjunto del área del euro retorna a valores próximos al 2 %, más coherente con el objetivo de medio plazo, solo de manera muy gradual. La perspectiva de un período prolongado de inflación demasiado baja frena la demanda agregada, que ya de por sí muestra escaso dinamismo, al incrementar el coste real de la financiación y la carga que la deuda representa en términos reales, dificultando los procesos de desapalancamiento en los que se hallan inmersas familias, empresas y sector público en muchos países del área. En un contexto en el que el margen de actuación de las políticas de demanda es muy reducido, dicha perspectiva incrementa la vulnerabilidad de la economía a posibles perturbaciones deflacionarias y pone en riesgo el anclaje de las perspectivas al objetivo de la política monetaria. Un escenario de inflación demasiado moderado, además, prolonga en el tiempo el proceso de reabsorción de los desequilibrios de competitividad que tiene que producirse entre los países del área del euro, complicándolo, ya que —en presencia de rigideces nominales— dificulta el ajuste de los salarios reales.

El Consejo de Gobierno del BCE deberá calibrar en qué medida los riesgos que se derivan de este contexto podrían requerir en el futuro actuaciones adicionales, incluyendo acciones de carácter preventivo. Ciertamente, el margen de maniobra es escaso en el ámbito convencional de la política monetaria, si bien queda algún espacio para reducir algo los tipos de interés oficiales, sin descartar la posibilidad de establecer tipos de interés ligeramente negativos en el caso de la facilidad de depósito. Sin embargo, la experiencia internacional más reciente demuestra que existe un margen mucho más amplio para la posible actuación no convencional en caso de necesidad. Dependiendo del tipo de perturbaciones a las que se enfrente la economía del área, las medidas en este ámbito podrían abarcar desde un reforzamiento de la política de comunicación o nuevas medidas de liquidez, que podría ser necesario desplegar en el caso de un tensionamiento no deseado de los mercados monetarios, hasta la implementación de un programa de adquisición de activos financieros públicos y privados (*Quantitative Easing*, en terminología anglosajona), que podría ser más efectivo en el caso de perturbaciones de carácter deflacionario. Para economías muy dependientes de la financiación bancaria, como es el área del euro, podrían llegar a ser eficaces también actuaciones específicas destinadas a contrarrestar el funcionamiento deficiente del canal del crédito (*Credit Easing*, en terminología anglosajona), incluidas medidas en las que el banco central otorga financiación a medio plazo y a precios reducidos a las entidades financieras con el objetivo de que estas incrementen su cartera de préstamos a los sectores productivos de la economía.

1 Introducción

En 2013 la economía española inició una fase de paulatina recuperación de la actividad, cuyos rasgos básicos se han analizado en los capítulos 1 y 2 de este Informe

En la segunda mitad de 2013 la economía española abandonó la recesión que se había iniciado a mediados de 2011, adentrándose en un período de suave recuperación, que se ha prolongado en los primeros meses de 2014, observándose una tasa de variación intertrimestral del PIB del 0,4 % en el período enero-marzo. Los cambios que, de manera progresiva, se produjeron a lo largo del ejercicio pasado en el entorno exterior, las condiciones financieras y los desequilibrios macrofinancieros determinaron un perfil de mejora gradual del producto, registrándose variaciones intertrimestrales que fueron desde el -0,3 % del primer trimestre al 0,2 % del cuarto. Esta trayectoria no fue suficiente, sin embargo, para evitar que el PIB retrocediese un 1,2 % en el conjunto del año, caída ligeramente inferior a la observada en 2012, mientras que el empleo se redujo un 3,4 %, lo que en ambos casos reflejó, en buena medida, el desfavorable punto de partida al cierre de 2012.

Los capítulos 1 y 2 de este Informe contienen un análisis de los rasgos más destacados de la evolución reciente y del endeudamiento de la economía española, respectivamente, y de los principales factores explicativos, análisis en que ha primado un enfoque interpretativo global. En este capítulo el análisis se complementa con una descripción más completa y detallada de los elementos que configuran dicha coyuntura, empezando por los condicionantes monetarios y financieros y los derivados de las actuaciones de la política económica interna.

2 Las condiciones monetarias y financieras

2.1 LOS MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

Las condiciones de acceso a la financiación de los sectores residentes en los mercados financieros mejoraron

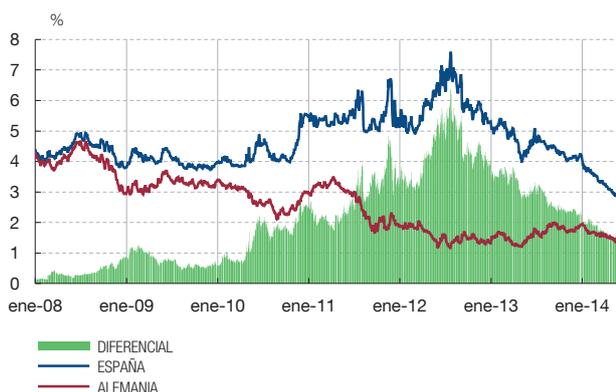
En 2013 y los meses transcurridos de 2014 se prolongó la senda de progresiva mejoría de las condiciones en los mercados financieros iniciada en el verano de 2012. En los de renta fija, los tipos de interés y las primas de riesgo de los activos emitidos por el sector público y privado siguieron un curso descendente. De este modo, la rentabilidad de la deuda pública a diez años y el diferencial frente a la alemana al mismo plazo se redujeron significativamente, pasando a situarse en torno al 3 % y los 165 puntos básicos (pb), respectivamente, a mediados de mayo de 2014 (véase gráfico 4.1). Paralelamente, aunque los índices bursátiles presentaron una evolución algo errática en los primeros meses del año, con ligeros descensos, iniciaron después un avance progresivo, hasta acumular, en la fecha de cierre de este Informe, una revalorización desde finales de 2012 del 28 %, en el caso del IBEX-35.

Esta sensible mejoría refleja el aumento de la confianza y un sentimiento del mercado más propicio con respecto tanto a la estabilidad financiera en el área del euro como, sobre todo, al sector bancario español y a las perspectivas económicas del país. Esto se ha manifestado, por ejemplo, en la revisión, durante los últimos meses de 2013, de la perspectiva que mantenían las tres principales agencias de calificación crediticia sobre la deuda soberana española desde negativa a estable y, en los primeros meses de 2014, en la elevación en un escalón de dicha calificación por parte de todas ellas.

Las AAPP incrementaron sus emisiones de valores de renta fija...

En los mercados primarios de valores de renta fija, las AAPP concentraron nuevamente el grueso de las emisiones en 2013 (véase cuadro 4.1). Las elevadas necesidades de fondos del sector, unidas a la mejoría en las condiciones de financiación en este mercado, se tradujeron en un incremento notable de las colocaciones netas (descontando las amortizaciones) de este tipo de títulos (86 mm en 2013, frente a 63 mm en 2012). Por subsectores, las emisiones se concentraron en la Administración Central, mientras

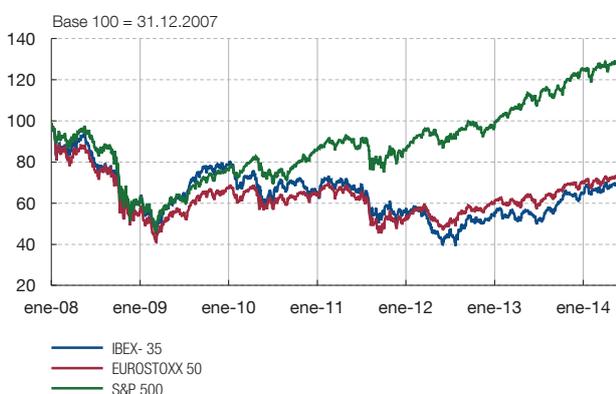
DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



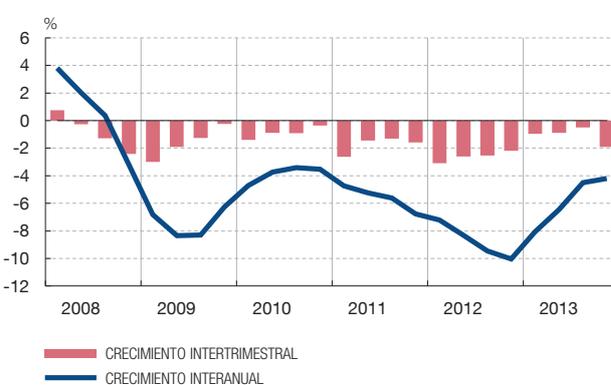
PRIMAS DE RIESGO CREDITICIO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS. CDS A CINCO AÑOS



ÍNDICES BURSÁTILES



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Datastream, Ministerio de Fomento y Banco de España.

que las Administraciones Territoriales (AAT) presentaron una amortización neta, debido fundamentalmente a la utilización por parte de algunas de ellas de los recursos del Fondo de Liquidez Autonómica creado por el Estado.

Las subastas de deuda pública siguieron contando con una demanda elevada, y el coste medio de emisión descendió sustancialmente. Por instrumentos, cabe destacar la fuerte emisión de valores a medio y largo plazo (bonos y obligaciones), que supusieron el grueso de las operaciones realizadas por la Administración Central (el 95 %, en términos netos), pese a lo cual la vida media de la deuda pública se redujo ligeramente durante 2013, aunque se recuperó en los primeros meses de 2014. El desglose por tenedores muestra que los no residentes y las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito incrementaron sustancialmente sus tenencias de títulos emitidos por el Estado.

... al igual que las sociedades no financieras, aunque en este caso desde niveles reducidos

Las emisiones de deuda de las sociedades no financieras también aumentaron, en un contexto en el que el alivio de las condiciones de financiación en los mercados propició una cierta sustitución de crédito bancario por valores de renta fija en las empresas más grandes. Con todo, estas emisiones continúan todavía en niveles reducidos (véase cuadro 4.1). Cabe destacar, además, la creación en 2013 del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), con el objetivo de facilitar un mayor recurso a los mercados financieros por parte de compañías medianas.

mm de euros

	2010	2011	2012	2013
Emisiones netas de residentes	86,0	123,9	47,0	-99,5
Renta fija	70,5	90,4	16,6	-126,6
Instituciones financieras monetarias	6,9	73,0	59,5	-130,7
Otros intermediarios financieros	-12,2	-60,7	-109,3	-86,0
<i>De los cuales:</i>				
<i>Fondos de titulización</i>	-5,9	-46,0	-99,6	-56,3
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	-13,1	-18,4	-17,3	-18,1
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	7,1	5,0	6,9	0,9
Sociedades no financieras	-0,7	0,6	3,1	4,4
Administración Central	63,2	69,9	63,8	91,3
Administraciones Territoriales	13,3	7,7	-0,5	-5,6
Renta variable	15,5	33,5	62,9	27,1
Instituciones financieras monetarias	7,3	26,9	61,8	25,6
Otros intermediarios financieros	0,1	0,2	0,0	0,0
Sociedades no financieras	8,1	6,4	1,0	1,6
Ofertas públicas de venta	0,5	0,0	0,0	0,0
Pro memoria				
Variación de la autocartera de las instituciones financieras monetarias	12,6	67,3	115,2	-47,6
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-8,5	-18,7	0,9	12,3
Instituciones financieras	-10,5	-19,8	-1,2	2,4
Sociedades no financieras	2,0	1,1	2,1	10,0

FUENTE: Banco de España.

En cambio, las instituciones financieras amortizaron valores de renta fija en términos netos

En cambio, las entidades de crédito realizaron amortizaciones netas de títulos de renta fija y redujeron los valores propios mantenidos en cartera. Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que continuó la brecha positiva entre el crecimiento de los depósitos bancarios y el del crédito concedido y en el que, tras la mejora de las condiciones de financiación en los mercados, era menos necesario contar con valores susceptibles de ser usados como activos de garantía en operaciones con el banco central. En esa misma línea, los otros intermediarios financieros (principalmente, fondos de titulización) continuaron también registrando amortizaciones netas en 2013.

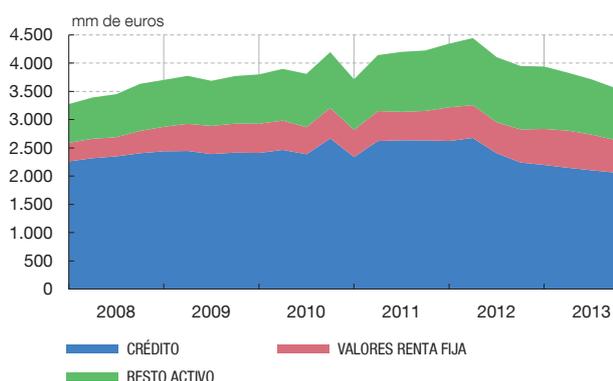
Las emisiones de renta variable se concentraron en el sector bancario

Por otra parte, las emisiones de renta variable volvieron a concentrarse mayoritariamente en las entidades de crédito, alcanzando los 27 mm en total en 2013, frente a los 63 mm del año anterior (cifra que está, no obstante, afectada por la recapitalización extraordinaria de 32,5 mm por ampliaciones de capital de los bancos participados por el FROB).

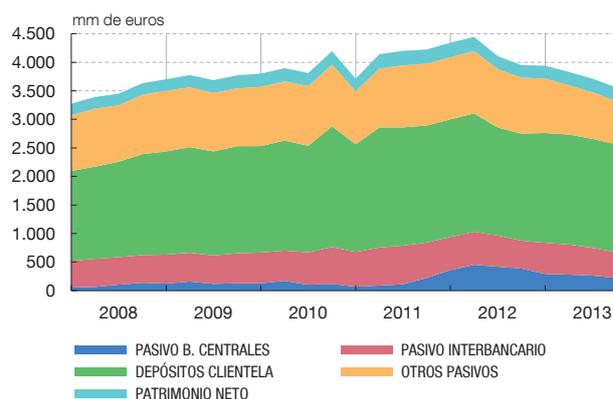
El sistema bancario español se encuentra ahora en mejores condiciones para atender la demanda solvente de crédito

La posición financiera de las entidades de crédito españolas se fortaleció considerablemente en comparación con la situación de mediados de 2012 (véase gráfico 4.2). Frente a las pérdidas del año anterior, los resultados agregados consolidados fueron positivos. Asimismo, las ratios de solvencia medias se incrementaron significativamente, resultado tanto de los beneficios retenidos y de las nuevas emisiones como de la caída en los activos totales, que, en conjunción con el aumento de los depósitos de la clientela, permitieron continuar reduciendo el recurso al Eurosistema (que se contrajo

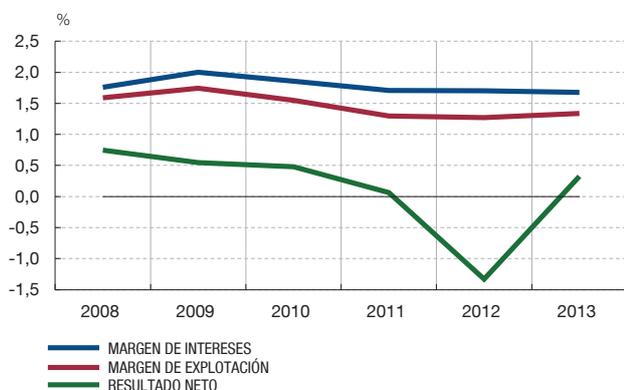
BALANCE. ACTIVO



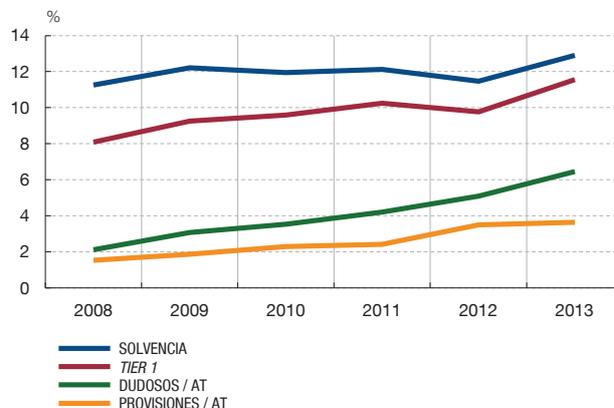
BALANCE. PASIVO



MÁRGENES SOBRE ACTIVO TOTAL



RATIOS



FUENTE: Banco de España.

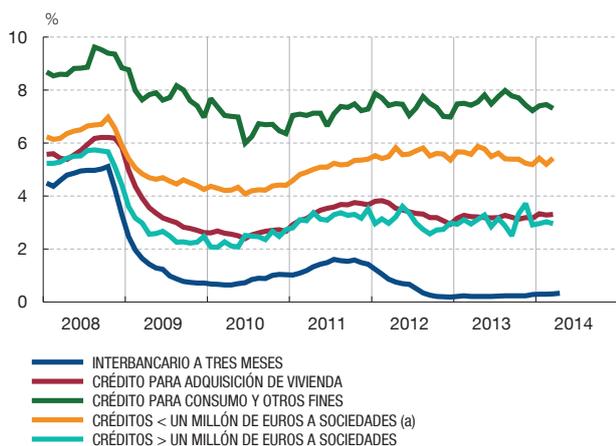
un 40 %). Continuó también el proceso de ajuste de capacidad y de reestructuración de las entidades que en años anteriores necesitaron inyecciones de capital público, y, tras el cumplimiento de la totalidad de los objetivos previstos, el programa de asistencia financiera para la recapitalización de algunos bancos concluyó a principios de 2014.

Estos desarrollos se reflejaron tanto en una mejora de las condiciones de financiación de las entidades en los mercados como en un aumento de la valoración de sus acciones en Bolsa, de manera que los bancos se encuentran actualmente en una situación más favorable para atender el aumento de la demanda solvente de financiación que previsiblemente traerá consigo la recuperación económica. No obstante, el sector se enfrenta todavía a retos importantes, ligados, entre otros factores, a las perspectivas de crecimiento débil y a la fragmentación financiera que todavía persiste en la UEM, lo que obliga a las entidades a insistir en sus esfuerzos para reforzar su posición financiera y moderar sus costes operativos.

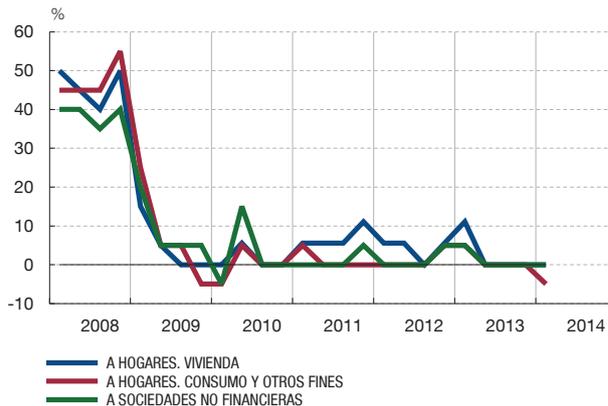
2.2 LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las condiciones de financiación de los hogares y de las sociedades no financieras siguieron siendo demasiado restrictivas en 2013 para el tono expansivo de la política monetaria. El coste de los préstamos bancarios a estos sectores ha mostrado variaciones poco significativas desde finales de 2012, en un contexto en el que los tipos interbancarios, referencia habitual en estas operaciones, apenas variaron (véase gráfico 4.3). Los tipos de

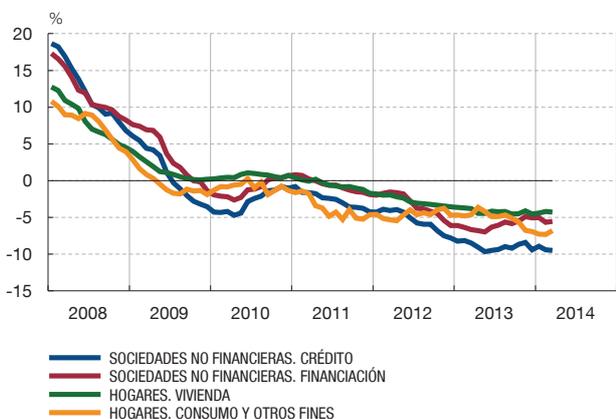
TIPOS DE INTERÉS



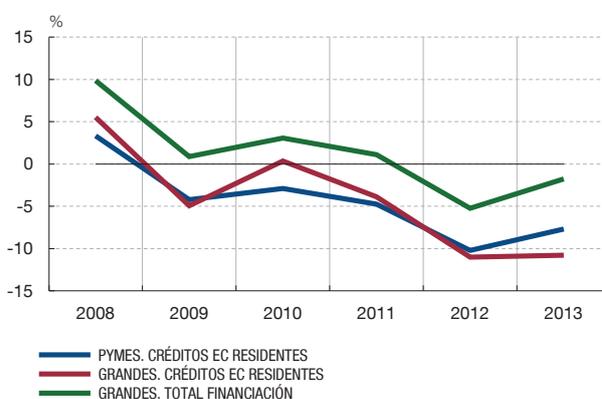
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



FINANCIACIÓN A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS (Tasas interanuales)



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (Tasas interanuales)



FUENTE: Banco de España.

- a El tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- b Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.

Las condiciones de financiación del sector privado siguieron siendo demasiado restrictivas para el tono expansivo de la política monetaria

interés bancarios siguen, por tanto, en niveles elevados tanto en relación con el tono de la política monetaria como con otros países del área del euro. Este patrón refleja, por una parte, la persistencia de los problemas de fragmentación financiera en la zona, aunque responde también a la situación de mayor debilidad de la economía española, que se traduce en primas de riesgo más elevadas para los prestatarios. Asimismo, se ha visto alimentado por una cierta recomposición de los márgenes que aplican las entidades tras las fuertes contracciones en años anteriores. Esta evolución vino acompañada, por otro lado, del mantenimiento de unos estrictos criterios de concesión de préstamos. En contraposición, sin embargo, la prolongación de la mejoría en los mercados financieros iniciada en el verano de 2012 se tradujo en un descenso del coste de las fuentes alternativas de financiación de las sociedades (valores de renta fija y variable).

El crédito concedido a las familias volvió a contraerse en 2013

Las estrictas condiciones de financiación y el descenso de la demanda de fondos, derivado tanto de la debilidad del gasto como de la necesidad de corregir el excesivo endeudamiento, conllevaron la continuidad de la caída de la financiación de las familias, si bien los datos registrados en los primeros meses de 2014 apuntan signos incipientes de una posible reversión de la tendencia previa hacia tasas de contracción cada vez más acusadas.

De este modo, y por destino de estos fondos, el ritmo de descenso interanual se situaba en marzo en el 4,3 % en los dirigidos a la adquisición de vivienda, y en el 6,8 % en los destinados a consumo y otros fines, registros ligeramente inferiores a los del cierre del año 2013.

En el caso de sociedades, la intensificación de la caída de la financiación que venía observándose desde 2011 se prolongó hasta mediados de año, y pasó después a moderarse

En el caso de sociedades, la intensificación de la caída de la financiación que venía observándose igualmente desde 2011 se prolongó hasta mediados de año. Posteriormente pasó a moderarse algo, en línea con la senda de recuperación de la actividad económica, situándose en marzo de 2014 en el 5,6 %. La evolución fue dispar por instrumentos. Así, la caída del crédito procedente de entidades residentes se acentuó hasta mediados de 2013, y pasó a situarse posteriormente en cifras algo más reducidas (9,5 % en marzo de 2014). Por su parte, el dinamismo de los fondos obtenidos mediante valores de renta fija emitidos por las empresas y sus filiales residentes se redujo progresivamente a lo largo del año, hasta presentar un crecimiento interanual prácticamente nulo en los primeros meses de 2014, y lo contrario se observó en el caso los préstamos concedidos por no residentes (entre los que se incluyen las emisiones de valores realizadas por filiales en el exterior cuyos fondos revierten al grupo en España), que pasaron a mostrar tasas de avance positivas.

Por tamaños, el cambio de tendencia se ha dado tanto en las pymes como en las empresas de mayor dimensión

Por tamaños, se detecta, desde mediados de 2013, una cierta moderación en el ritmo de caída del crédito a las pymes. La financiación obtenida por las sociedades de mayor dimensión presenta una pauta similar, que ha venido acompañada, sin embargo, de un cambio en su composición, aumentado el peso de los valores de renta fija y de los préstamos exteriores en detrimento de los fondos proporcionados por las entidades residentes.

La contracción de la deuda bancaria fue generalizada por ramas de actividad, aunque más intensa en las ligadas al sector inmobiliario

Por sectores, la contracción de los préstamos bancarios fue generalizada, siendo más intensa, nuevamente, en la construcción y en los servicios inmobiliarios (superior al 12 % en ambos casos)¹ que en el resto (7,7 %). En la industria y los servicios no inmobiliarios, el retroceso se intensificó en los primeros trimestres del año, para pasar a moderarse algo en los meses finales de 2013. Esta evolución está, en general, en línea con el comportamiento de la actividad y la inversión en las distintas ramas productivas.

Aunque se ha reducido el crédito a escala agregada, hay una proporción destacada de compañías que han conseguido aumentar su financiación neta

La contracción agregada del crédito a las empresas ha sido compatible con la existencia de una proporción destacada de compañías endeudadas para las que su crédito bancario creció o se mantuvo. De hecho, este porcentaje fue en 2013 algo más elevado que en 2012 (en el caso de las pymes pasó del 36 % al 38 %) y el flujo de crédito que canalizaron estas sociedades se estabilizó, tras la senda descendente que había mostrado en años anteriores. Las sociedades que no han reducido su volumen de préstamos en los últimos años han presentado, en promedio, una posición más saneada y niveles de rentabilidad más elevados, y han mostrado un mayor dinamismo de su actividad (véase recuadro 4.1).

Entre los factores condicionantes de la evolución del crédito, el papel de los planes de reestructuración de las entidades financieras fue muy moderado

Las entidades bancarias sujetas a planes de reestructuración tienen compromisos de reducción de su balance, por lo que resulta relevante analizar hasta qué punto el crédito de las sociedades no financieras dependientes de dichas entidades presenta un comportamiento más contractivo que el de las del resto. Las estimaciones disponibles muestran que el impacto de los planes de reestructuración es moderado y se concentra en aquellas sociedades dependientes de entidades englobadas en el denominado «grupo 1»², para las que los ajustes requeridos eran de mayor intensidad. Para estas

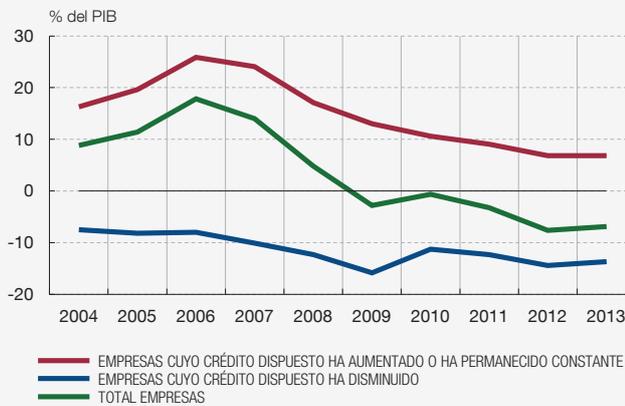
¹ Estas tasas están ajustadas del efecto estimado asociado a la transferencia de préstamos a la Sareb.

² Bancos controlados por el FROB cuando se hicieron las pruebas de resistencia (BFA/Bankia, Catalunya Caixa, Nova Caixa Galicia, Banco de Valencia).

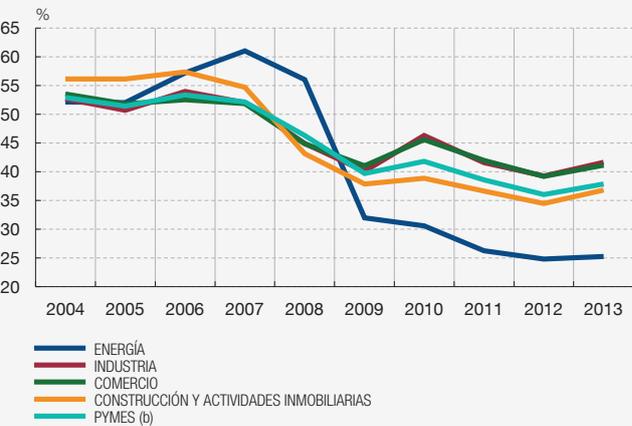
Desde los máximos alcanzados a mediados de 2009, la deuda agregada del sector empresarial se ha reducido progresivamente.

Sin embargo, esta contracción agregada oculta comportamientos individuales muy heterogéneos. Como puede observarse en el

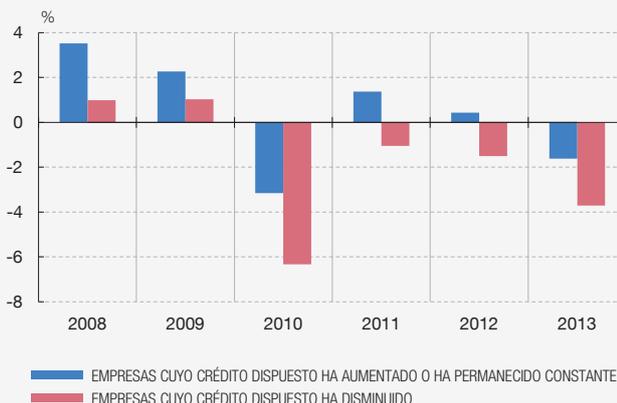
1 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DISPUESTO: FLUJO EN PORCENTAJE DEL PIB (a)



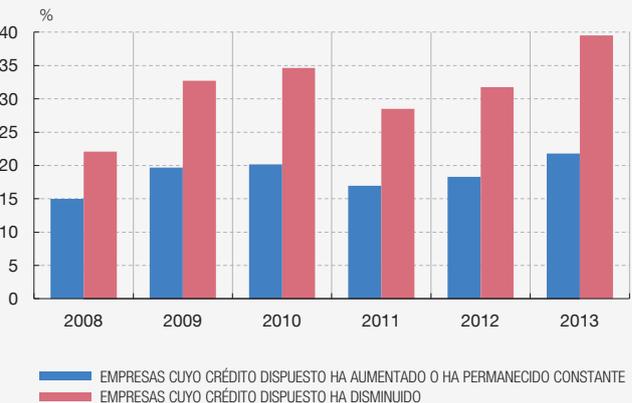
2 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO DISPUESTO HA AUMENTADO O HA PERMANECIDO CONSTANTE. DESGLOSE POR SECTOR (a)



3 TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO EN t-1 (b) (c) (d)



4 MEDIANA DE LA CARGA FINANCIERA EN t-1 (b) (c) (e)



1 IMPACTO MARGINAL SOBRE LA PROBABILIDAD DE QUE UNA EMPRESA INCREMENTE O MANTENGA SU NIVEL DE CRÉDITO DE SUS DETERMINANTES (f)
Período muestral cubierto en la estimación: 2008-2013

	Coefficiente	P-valor
Rentabilidad (t-1)	0,0238	0,000
Carga financiera (t-1) (e)	-0,0080	0,000
Endeudamiento (t-1)	-0,1529	0,000
Tasa de crecimiento del empleo (t-1)	0,0043	0,004
Tasa de crecimiento del empleo sectorial (t-1)	0,0034	0,064
Nivel de dependencia de entidades en reestructuración (t-1) (g)	-0,0293	0,000

FUENTE: Banco de España.

- a Cálculos realizados con información procedente de la Central de Información de Riesgos.
- b Promedio de los resultados sectoriales correspondientes.
- c Cálculos realizados con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances.
- d Promedio de las tasas de crecimiento interanuales del empleo en cada sector.
- e Carga financiera definida como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros).
- f Resultados obtenidos al estimar un modelo de probabilidad lineal con efectos fijos de empresa.
- g Cociente entre el crédito recibido de entidades inmersas en procesos de reestructuración y el volumen total de préstamos de la empresa.

gráfico 1, el retroceso del saldo agregado de crédito bancario de las empresas (que constituye su principal vía de financiación, especialmente en el caso de las de menor dimensión) ha sido compatible con importantes flujos de financiación positivos hacia algunas sociedades. El incremento de los préstamos de estas últimas ha sido lógicamente menor que el que se registraba antes de la crisis (en línea con el contexto económico más desfavorable y las condiciones de financiación más estrictas vigentes), pero ha permanecido en volúmenes considerables (entre el 6,8 % y el 13 % del PIB de esos años). Como contrapartida, para las empresas con flujos crediticios negativos, el desendeudamiento se ha producido a un ritmo sensiblemente mayor que el que sugiere el dato agregado.

En términos del número de empresas, entre 2008 y 2012 se fue reduciendo progresivamente el porcentaje de sociedades que cada año registraban un aumento (o estabilidad) de su financiación bancaria, pero se mantuvo siempre en valores significativos para casi todos los sectores de actividad, y tanto para las pymes como para las sociedades de mayor dimensión (véase gráfico 2¹). En 2013 se interrumpió esta tendencia decreciente, incrementándose ligeramente el porcentaje de sociedades con un flujo neto crediticio positivo o nulo (aumentó 1 pp, hasta el 39 %). El cambio afectó a todos los sectores de actividad y tanto a las compañías grandes como, especialmente, a las pymes². Esta evolución, por otra parte, vino acompañada de una estabilización de los flujos de crédito, tras la tendencia descendente que venían mostrando desde 2006.

En los gráficos 3 y 4 se comparan los valores promedio desfaseados un período³ de dos características relevantes desde un punto de vista económico y financiero, distinguiendo entre las empresas en función de si recibieron o no más crédito bancario: la carga financiera (que combina información sobre el nivel de endeudamiento, los tipos de interés pagados y las rentas generadas) y el empleo. De dichos gráficos se desprende que las sociedades en las que los saldos de sus préstamos se redujeron mostraban, en promedio, en el año previo, unas ratios de cobertura de sus pagos por intereses menores y un comportamiento menos dinámico de sus plantillas⁴.

Con el fin de profundizar en el análisis de las variables que resultan más relevantes a la hora de explicar si una empresa incremen-

ta o no su nivel de crédito, se ha estimado un modelo sencillo en el que se relaciona esta variable binaria con una serie de potenciales determinantes. Entre estos se incluyen tanto el sector en el que opera la sociedad y el dinamismo de dicha rama productiva como características individuales de la compañía, tales como su endeudamiento, carga financiera y rentabilidad —medida en relación con los activos— o la tasa de crecimiento de su empleo (que aproxima el dinamismo de su actividad). Se incorpora, asimismo, una variable que recoge el grado de dependencia con respecto a las entidades en reestructuración, definida como el cociente entre el crédito recibido de estas instituciones y el volumen total de préstamos bancarios de la empresa.

Como puede observarse en el cuadro 1, los resultados muestran que las variables que resultan relevantes (es decir, las que son estadísticamente significativas) a la hora de determinar si una empresa incrementa su nivel de crédito son su rentabilidad, su nivel de endeudamiento y de carga financiera, el ritmo de avance de su empleo y el del sector en el que opera y su dependencia de entidades en reestructuración⁵. Los resultados son los esperados: un mayor dinamismo de la actividad de la empresa o de la del sector en el que opera se traduce en una probabilidad más elevada de que la compañía aumente su volumen de préstamos. Por el contrario, una mayor presión financiera (ya sea resultante de un endeudamiento más alto, de una menor rentabilidad o de una proporción mayor de las rentas generadas absorbidas por los gastos financieros) la reduce⁶. El grado de dependencia de entidades sujetas a planes de reestructuración también tiene una incidencia contractiva sobre dicha probabilidad, lo que refleja que las sociedades vinculadas a dichas instituciones no habrían podido sustituir completamente los fondos que dejaron de recibir de sus prestamistas habituales por financiación de otras entidades más sólidas⁷.

1 Estas proporciones han sido más reducidas en el caso de las compañías de menor dimensión, sobre las que la crisis económica ha tenido un mayor impacto, que en el de las grandes, para las que, en promedio, se ha situado en el 46 % entre 2008 y 2013.

2 El menor repunte en el primer caso está seguramente ligado a la sustitución de financiación procedente de entidades residentes por otras fuentes, como la emisión de valores o los préstamos exteriores.

3 Se ofrecen los valores retardados un período para corregir los posibles problemas de endogenidad. En el caso del empleo se presenta la media, y en el de la carga financiera, la mediana.

4 Aunque no se muestra en los gráficos, eran también menos rentables y presentaban ratios de endeudamiento más elevadas.

5 Todas las variables se incluyen retardadas un período para corregir los posibles problemas de endogenidad. Los coeficientes son todos significativos con un nivel de confianza del 95 %, excepto el asociado a la tasa de crecimiento del empleo sectorial, que es significativo con un nivel de confianza del 90 %.

6 Cuando se introduce la tasa de morosidad en el modelo, esta resulta significativa, aunque su impacto cuantitativo es muy reducido: un incremento de 10 pp en esta variable se traduce en un incremento de 0,008 pp en la probabilidad de que la empresa aumente su crédito.

7 En el recuadro 6.1 del *Informe Anual, 2012* se estimó que, en promedio, las empresas dependientes pudieron sustituir en torno a un 65 % de la financiación que dejaron de recibir de estos bancos. Actualizaciones posteriores confirman la validez de la estimación en el caso de las entidades del llamado «grupo 1» (las que ya estaban participadas por el FROB en el momento de la prueba de resistencia). El impacto contractivo de los planes de reestructuración sobre la tasa de crecimiento de la financiación de las compañías dependientes de dichas entidades se estima en algo menos de 2 pp en 2013. Dado que los bancos del grupo 1 canalizaban un 12 % del crédito total de las sociedades no financieras a comienzos de este año, la incidencia de dichos planes sobre el ritmo de retroceso del crédito del conjunto del sector se cuantificaría en alrededor de dos décimas.

empresas, la tasa de crecimiento del crédito fue en 2013 en torno a 2 puntos porcentuales (pp) inferior a la que registraban otras compañías con características similares. Dado que los bancos del grupo 1 canalizaban un 12 % de los préstamos totales a las sociedades no financieras a comienzos de ese año, la incidencia de los planes de ajuste sobre el ritmo de retroceso de los préstamos del conjunto del sector se cuantificaría en alrededor de dos décimas.

El ICO ha contribuido a aliviar los problemas de financiación de las empresas prestando 13 mm de euros, principalmente a pymes y a autónomos

El Instituto de Crédito Oficial (ICO), por otro lado, cuenta con esquemas de apoyo a la financiación de las pymes, que contribuyen a mitigar los fallos de mercado que se traducen en mayores dificultades en el acceso a la financiación de estas sociedades, y que suelen agudizarse en períodos de crisis. En 2013, la financiación bruta concedida por el ICO superó los 13 mm de euros, un 20,6 % más que en 2012. Gran parte de ella se ha canalizado a través de la línea ICO-Empresas y Emprendedores, destinada a pymes y a autónomos y que, mediante préstamos y *leasing*, permite financiar inversiones productivas y necesidades de liquidez.

2.3 LA POSICIÓN PATRIMONIAL DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

Los indicadores agregados de posición patrimonial de las familias mostraron una evolución favorable. No obstante, el grado de presión financiera que soportan es todavía elevado

Los indicadores agregados de posición patrimonial de las familias mostraron una evolución favorable en 2013, aunque el sector sigue sometido a un elevado grado de presión financiera. Así, el proceso de corrección de su ratio de endeudamiento se prolongó en este período, como resultado de la contracción de sus deudas, que más que compensó el retroceso de las rentas. De este modo, la ratio de endeudamiento del sector se situaba a finales de 2013 en el 116 % de la renta bruta disponible (RBD), 14 pp por debajo de los niveles máximos de finales de 2007 (véase gráfico 4.4). La reducción del crédito, unida a la progresiva traslación del descenso de las rentabilidades interbancarias al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos, permitió que la carga financiera descendiese nuevamente. Además, el recorte de los pagos por amortización permitió que, a pesar de la disminución del ahorro bruto, la capacidad de ahorro una vez descontadas las obligaciones financieras se recuperase ligeramente y pasase a situarse en valores ligeramente positivos. La riqueza neta del sector, tras la pauta descendente de los años anteriores, se estabilizó, ya que la revalorización de su componente financiero, resultado tanto de la elevación del valor de su cartera de activos financieros como de la contracción de los pasivos, compensó el retroceso del patrimonio inmobiliario. Esta caída fue, no obstante, menor que en 2012, en línea con la moderación de la disminución del precio de la vivienda (véase gráfico 4.1).

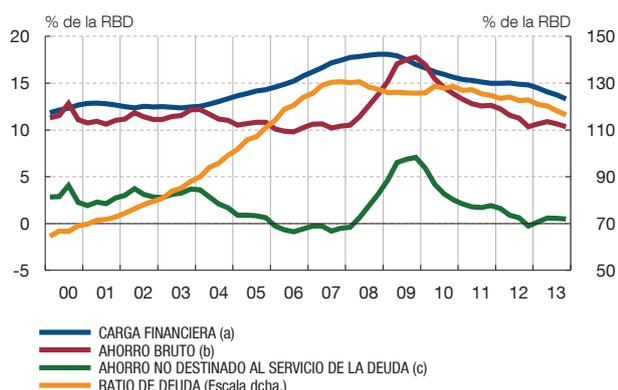
El endeudamiento y la carga financiera de las empresas se redujeron...

Del mismo modo, la contracción de los pasivos de las sociedades no financieras permitió que se prolongase el proceso de desapalancamiento del sector. Así, su endeudamiento pasó a representar algo menos del 108 % del PIB en 2013, aunque sigue estando por encima del promedio de la UEM (véase capítulo 2). Esta evolución, unida al retroceso del coste medio de las deudas, se tradujo en un ligero descenso de la carga financiera, que se situó en el 3,7 % del PIB en 2013.

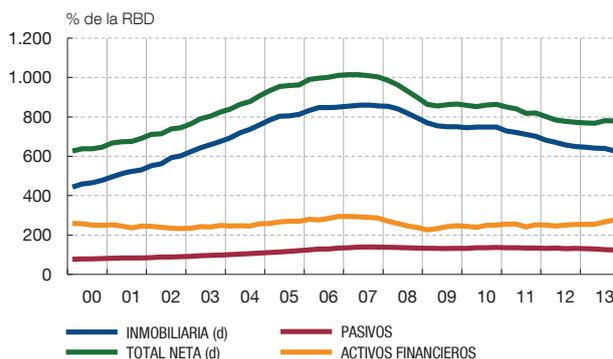
... y su rentabilidad aumentó. No obstante, los indicadores de presión financiera sobre el empleo y la inversión siguen en niveles elevados

Por otra parte, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral (CBT), el aumento de los resultados ordinarios permitió que los niveles de rentabilidad empresarial mejoraran algo con respecto a los del año previo, especialmente en los grandes grupos empresariales y en las sociedades del sector servicios. Asimismo, la proporción de empresas con rentabilidad negativa se redujo y se estabilizó la correspondiente a aquellas cuyos gastos financieros superaron los excedentes generados por la actividad ordinaria antes del pago de intereses. En todo caso, a pesar de estas mejoras, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión se mantuvieron en niveles elevados.

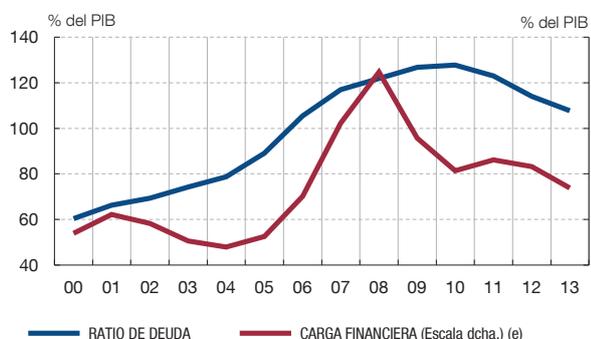
ENDEUDAMIENTO, CARGA FINANCIERA Y AHORRO DE LOS HOGARES



RIQUEZA DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (f)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- b Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- c Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- d Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.
- e Estimación de pagos por intereses.
- f Indicadores calculados a partir de los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Anual y Trimestral, aplicando unos coeficientes que tienen en cuenta el impacto de estas variables sobre la inversión y el empleo, así como la importancia de cada empresa en el total en términos del stock de capital y del empleo. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base. Para mayor detalle, véase I. Hernando y C. Martínez-Carrascal (2003), «El impacto de la situación financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

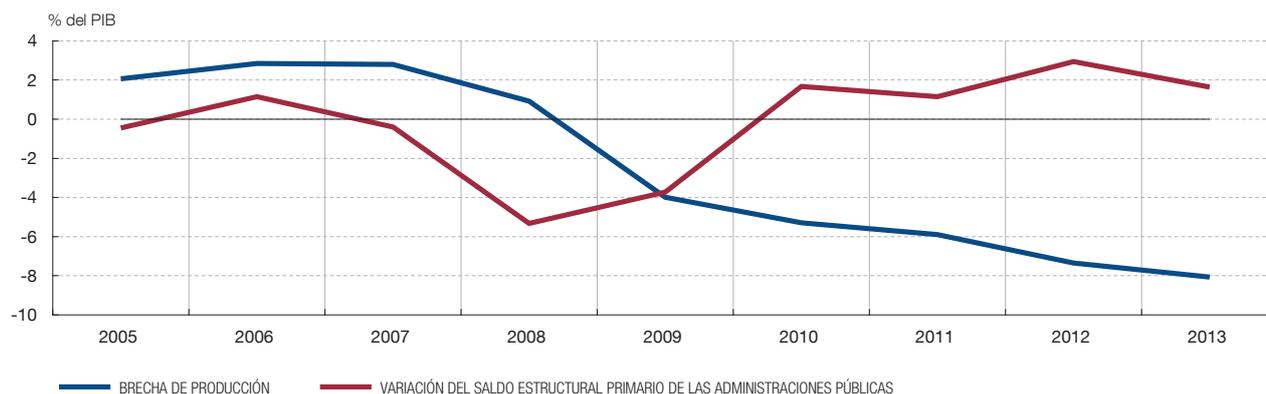
3 La orientación de las políticas económicas

A lo largo de 2013 continuó el proceso de consolidación fiscal y se aprobaron distintas reformas estructurales

La política fiscal mantuvo un tono contractivo, que permitió una ligera reducción del déficit, pero no impidió que la ratio de deuda pública siguiera aumentando

Durante el año 2013 las políticas económicas en el ámbito no financiero siguieron condicionadas por la necesidad de reducir el elevado déficit público, lo que exigió mantener el tono contractivo en la política fiscal. A su vez, tras la aprobación de la reforma laboral en 2012, las reformas estructurales se concentraron en los mercados de productos y servicios.

El ajuste fiscal siguió siendo significativo en 2013, con una reducción estimada del déficit primario estructural, de acuerdo con los cálculos de la Comisión Europea, de más de 1,6 pp del PIB, que fue inferior, en cualquier caso, a la del año precedente (3 pp del PIB) (véase gráfico 4.5). La menor magnitud del esfuerzo de consolidación presupuestaria estuvo relacionada con la aprobación por el Consejo Europeo a mediados de año de una senda más gradual de aproximación al objetivo de reducción del déficit por debajo del 3 % del PIB. A pesar de ese ajuste estructural, el déficit público se redujo solo ligeramente,



FUENTE: Comisión Europea (AMECO, primavera de 2014).

- a La brecha de producción se define como $(\text{PIB observado} - \text{PIB potencial}) / \text{PIB potencial} \times 100$.
- b El saldo estructural primario se define como el saldo observado neto de pagos de intereses y de las medidas extraordinarias y transitorias, y menos el saldo ajustado del ciclo. El saldo ajustado del ciclo se define siguiendo la metodología de la Comisión Europea.

como consecuencia del impacto negativo del ciclo económico y de un nuevo incremento de la carga de intereses de la deuda pública. En conjunto, el déficit de las AAPP se situó en el 6,6 % del PIB en 2013, frente al 6,8 % registrado en 2012, en ambos casos neto de las ayudas a las instituciones financieras (7,1 % del PIB y 10,6 % del PIB, respectivamente, si se incluye el impacto de estas ayudas) (véase cuadro 4.2).

La ratio de deuda pública sobre el PIB mantuvo su tendencia creciente, hasta situarse en el 93,9 % del PIB como resultado del todavía elevado déficit público y de la ligera caída del PIB nominal. Además, en los últimos años, el crecimiento de la deuda se ha visto impulsado por una serie de operaciones financieras de diversa naturaleza en las que se han debido involucrar las AAPP, entre las que destacan las derivadas del proceso de reestructuración y saneamiento del sector financiero a través del FROB, la puesta en marcha de distintos mecanismos de apoyo a los Estados a escala europea (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, Asistencia Financiera a Grecia y Mecanismo Europeo de Estabilidad), las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE) y las derivadas de la contabilización como deuda PDE de los créditos comerciales de las CCAA y CLL como resultado de la utilización Fondo de Financiación del Pagos a Proveedores (FFPP), entre otros.

La reducción del déficit en 2013 se basó en el aumento de los ingresos, que se concentró en la imposición indirecta, mientras que los gastos crecieron debido al avance de las prestaciones sociales y los pagos por intereses

La reducción del déficit público (neto de ayudas a IFFF) en porcentaje del PIB se debió a que el aumento de la ratio de ingresos —de seis décimas— superó moderadamente al de la ratio de gastos. En el ámbito impositivo, destacaron el impacto de la subida del IVA, en vigor desde septiembre de 2012, y la introducción de un conjunto de figuras tributarias con el objetivo de reducir el llamado «déficit de tarifa eléctrica», de manera que el incremento de los ingresos se concentró en los de carácter indirecto. En conjunto, durante el proceso de consolidación fiscal se ha producido una cierta recomposición de la estructura impositiva derivada del aumento del peso de la imposición indirecta, mientras que la directa se ha mantenido prácticamente constante (si se suman impuestos y cotizaciones sociales).

El aumento de la ratio de gasto público en porcentaje del PIB se debió esencialmente al incremento de las prestaciones sociales y de la carga de intereses, evolución que fue parcialmente compensada por la reducción del consumo público y de los gastos de capital, partidas sobre las que ha recaído una parte muy sustancial del esfuerzo de ajuste desde el inicio del proceso de consolidación. En 2013 se produjo una nueva disminución de los gastos en consumo final no salarial (de dos décimas del PIB), de manera que la reducción acumulada

% del PIB

	2012	2013	Programa de Estabilidad 2014-2017 (a)			
			2014	2015	2016	2017
1 Recursos no financieros	37,2	37,8	38,5	38,8	38,9	39,0
Recursos corrientes	37,0	37,4	38,2	38,4	38,5	38,6
Impuestos sobre producción e importación	10,5	11,0	11,4	11,8	12,0	12,1
Impuestos sobre renta y patrimonio	10,3	10,3	10,8	10,8	10,9	11,0
Cotizaciones sociales	13,0	12,8	12,6	12,5	12,3	12,3
Otros recursos corrientes	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2
Recursos de capital	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
2 Empleos no financieros (b) (c)	44,0	44,4	44,0	43,0	41,7	40,1
Remuneración de asalariados	11,2	11,3	11,0	10,6	10,1	9,5
Otros gastos de consumo final	8,5	8,3	8,0	7,7	7,4	7,0
Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	16,3	16,6	16,5	16,3	15,9	15,4
Subvenciones	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,0
Intereses (b)	3,1	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
Otras transferencias	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
Empleos de capital	2,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0
Formación bruta de capital	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
Otros empleos de capital	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
3 Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (b) (c) (3 = 1 - 2)	-6,8	-6,6	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Administración Central	-4,2	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1
Seguridad Social	-1,0	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0,0
Comunidades Autónomas	-1,9	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0,0
Corporaciones Locales	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria						
Deuda bruta (b)	86,0	93,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Gasto en consumo final	20,2	20,1	19,5	18,8	17,9	17,0
Saldo de las AAPP (incluye ayudas a IIFF)	-10,6	-7,1	-5,5	-4,2	-2,8	-1,1
Ayudas a instituciones financieras	3,8	0,5	--	--	--	--
Saldo primario (c)	-3,8	-3,2	-2,0	-0,6	0,9	2,7
Var. saldo estructural primario (d)	2,9	1,6	--	--	--	--

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, y Comisión Europea.

a La previsión oficial se ha tomado del Programa de Estabilidad 2014-2017.

b Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.

c Excluye las ayudas a las instituciones financieras que se consideran gastos de capital.

d Según la estimación de la Comisión Europea (AMECO, primavera de 2014).

de esta partida desde 2009 se situó en 0,7 pp. Por su parte, la variación acumulada en el mismo período del gasto en remuneración de asalariados públicos en términos del PIB fue de cuantía similar, con un ajuste del empleo de las AAPP superior al 8 % entre 2009 y 2013 (según la información proporcionada por la EPA), que se concentró en los dos últimos ejercicios. Finalmente, la inversión pública se redujo un 15 % en 2013 y acumuló una reducción de tres puntos del PIB en los últimos cuatro años, hasta situarse en el 1,5 % del PIB.

En paralelo, se reforzó el marco presupuestario

El marco de gobernanza de las finanzas públicas, que se articula en torno a la Ley de Estabilidad y Sostenibilidad Financiera, se completó con la creación de la Autoridad Independiente de Res-

con la creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal y se aprobaron el factor de sostenibilidad y un nuevo procedimiento de indexación del sistema de pensiones

La aplicación de las últimas fases del plan de pago a proveedores de las AAPP ha contribuido a relajar la restricción financiera del sector privado, aunque en una cuantía difícil de estimar

La magnitud del ajuste pendiente es todavía elevada y obliga a mantener en el corto y medio plazo un tono contractivo de la política fiscal...

... que permita estabilizar primero, y posteriormente reducir, la ratio de deuda pública sobre el PIB

ponsabilidad Fiscal, que tiene como objetivo garantizar el estricto cumplimiento de los principios de la ley mediante la evaluación continua del ciclo presupuestario y del endeudamiento público, y el análisis de las previsiones económicas sobre las que se basa la programación presupuestaria. De cara al futuro, un funcionamiento adecuado de esta institución, junto con una mayor transparencia en la aplicación de los mecanismos coercitivos incluidos en la Ley de Estabilidad y un perfeccionamiento de la calidad de los nuevos datos de ejecución presupuestaria disponibles deberá ayudar a reforzar la credibilidad del proceso de consolidación fiscal.

Por otra parte, en 2013 se aprobaron, en el ámbito del sistema de pensiones, la nueva fórmula de revalorización y el factor de sostenibilidad, que, en un entorno de inflación moderada, ayudará a mitigar de forma significativa las presiones de medio plazo sobre el gasto público derivadas de las tendencias demográficas y del envejecimiento de la población.

En 2013 se pusieron en marcha las fases segunda y tercera del denominado «plan de pago a proveedores» de las AAPP, que se dio por finalizado en febrero de 2014. Como resultado, desde mediados del año 2012 se habrían inyectado en el sector privado algo más de 43 mm de euros (27,4 mm, 2,6 mm y 13,4 mm, en las sucesivas fases del plan). Si bien no resulta fácil cuantificar el impacto sobre la actividad de la inyección de estos fondos, cabe suponer que ha generado importantes efectos positivos en un contexto de condiciones de financiación estrictas.

En paralelo, entró en vigor la Ley de Control de la Deuda Comercial del Sector Público, que establece la obligación de que todas las AAPP y sus entidades y organismos dependientes publiquen su período medio de pago a proveedores. Una desviación persistente de este período medio de pago con respecto a los plazos fijados por la normativa de morosidad en vigor actuaría como desencadenante, en el caso de las CCAA y CCLL, de un conjunto de medidas correctoras de carácter automático y progresivo. La aplicación estricta de esta ley debería evitar la aparición de nuevos fenómenos de acumulación de deuda comercial de las AAPP con sus proveedores, como sucedió durante la crisis.

A pesar de los avances en el proceso de consolidación fiscal, la magnitud del ajuste pendiente es todavía significativa, de alrededor de 6 pp del PIB en términos de reducción del déficit primario hasta 2017 (2,4 puntos del PIB en términos de saldo estructural primario), de acuerdo con la última Actualización del Programa de Estabilidad de España (APE). En concreto, se prevé una reducción del déficit público, hasta situarlo en el 5,5 % del PIB en 2014 y por debajo del 3 % en 2016, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo Europeo. Asimismo, se alcanzaría un ligero superávit estructural del 0,1 % en 2017. En términos de su composición, el ajuste fiscal planeado descansa esencialmente en el gasto público, cuya ratio sobre el PIB se reduciría en algo más de cuatro puntos entre 2013 y 2017, que se concentraría en los de carácter corriente y, en particular, en el consumo público. En paralelo, se proyecta un incremento de la ratio de ingresos públicos sobre el PIB de 1,3 pp del PIB en el mismo período.

Desde una perspectiva de medio plazo, según los planes oficiales de la APE compatibles con el cumplimiento de los objetivos de déficit público, la ratio de deuda pública sobre el PIB se estabilizaría en 2015 en niveles ligeramente superiores al 100 % del PIB, para comenzar a reducirse gradualmente con posterioridad. Los retos que para el conjunto de la economía plantea el mantenimiento de un nivel de deuda pública de estas características, incluso en un proceso de reducción gradual de esta en el medio plazo, no deben minimizarse (véase recuadro 4.2) y subrayan la importancia de que este proceso de consolidación se complete con éxito.

La crisis económica y financiera ha provocado un aumento sustancial de la deuda de las AAPP de los países de la OCDE hasta niveles muy superiores a los existentes en el período inmediatamente anterior a 2008, e incluso a los máximos observados en los últimos 25 años (véase gráfico 1). Esta trayectoria, junto con las dificultades de atajar esa dinámica expansiva, ha colocado la sostenibilidad de las finanzas públicas en el centro del debate de la política económica en Europa. En el caso particular de España, a pesar del ajuste fiscal realizado desde 2010, la ratio de deuda pública sobre el PIB ha continuado aumentando desde el comienzo de la crisis, hasta alcanzar el 93,9% del PIB en 2013. Según las últimas previsiones del Gobierno (Programa de Estabilidad 2014-2017), en un escenario de cumplimiento de los compromisos de déficit y en un entorno de crecimiento económico moderado (en media, un crecimiento del PIB real del 2,1% en 2014-2017), la ratio de deuda pública sobre el PIB se estabilizaría en 2015 ligeramente por encima del 100% (véase gráfico 1), un nivel nunca visto en la historia reciente de España, y muy superior al máximo alcanzado en la crisis de los años noventa, en que no superó el 70% del PIB.

La evidencia internacional disponible sugiere que el mantenimiento de niveles de deuda pública elevados durante períodos prolongados puede tener repercusiones macroeconómicas significativas¹. Por un lado, suele estar asociado a mayores tipos de interés (véase gráfico 2) y, potencialmente, a menores tasas de crecimiento del PIB en el medio plazo por el impacto negativo de aque-

llos sobre la inversión y los efectos desplazamiento del endeudamiento público sobre las posibilidades de financiación del sector privado. La evidencia más reciente sugiere, sin embargo, que no es posible asociar estos efectos negativos sobre el crecimiento a un determinado umbral de deuda pública, que podría ser específico de cada país, y que la dinámica de la deuda puede ser tan importante como su nivel a la hora de explicar los efectos sobre el crecimiento². Por otro lado, una situación de deuda pública elevada reduce el margen de maniobra para que la política fiscal pueda ejercer un papel contracíclico, cuya existencia puede ser muy necesaria en países integrantes de una unión monetaria. En este sentido, se encuentra evidencia que asocia mayores niveles de endeudamiento público con mayor volatilidad del crecimiento económico, lo que podría estar asociado con este menor margen de la política fiscal. Adicionalmente, la sostenibilidad de un nivel elevado de deuda pública, en entornos de crecimiento económico débil o moderado, requiere el mantenimiento de superávits presupuestarios primarios elevados y sostenidos en el tiempo, lo que puede incidir en la composición de las finanzas públicas y, en último término, en el crecimiento potencial de la economía si, por ejemplo, la política fiscal comportara niveles de imposición menos favorables al crecimiento o menores niveles de gasto productivo. Finalmente, una ratio de deuda pública alta genera mayores necesidades de financiación en el corto plazo, que incrementan la vulnerabilidad de las economías ante reacciones adversas de los mercados financieros.

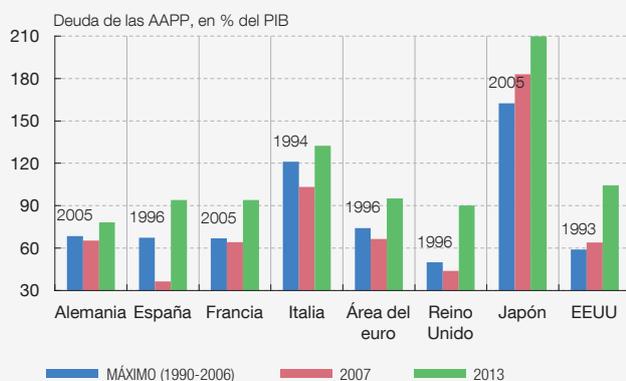
La evidencia internacional disponible sobre episodios de reducción de niveles elevados de deuda en las economías avanzadas desde los años ochenta muestra que los más efectivos fueron los

1 Véanse, por ejemplo, S. A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki y J. Tyson (2013), *Dealing with high debt in an era of low growth*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/07; C. Checherita-Westphal y P. Rother (2012), «The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area», *European Economic Review*, 56, pp. 1392-1405.

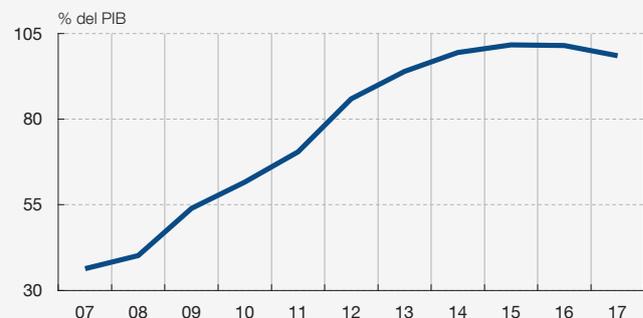
2 Véase A. Pescatori, D. Sandri y J. Simon (2014), *Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?*, IMF Working Paper, n.º 14/34.

1 SITUACIÓN ACTUAL COMPARADA Y PERSPECTIVAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)



DEUDA PÚBLICA DE LAS AAPP EN ESPAÑA SEGÚN EL PROGRAMA DE ESTABILIDAD 2014-2017 (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

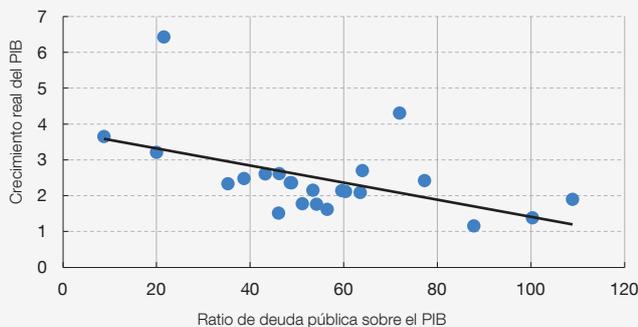
- a Se muestra el año correspondiente al valor máximo observado en cada país para la ratio de deuda de las AAPP sobre el PIB en el período 1990-2006.
b Los valores para 2014-2017 son las previsiones oficiales del Programa de Estabilidad del Reino España 2014-2017, presentado en abril de 2014.

que estuvieron asociados a la presencia de altas tasas de crecimiento del PIB y superávits primarios elevados y sostenidos en el tiempo (véase gráfico 3). En comparación, otros factores determinantes de la dinámica de la deuda pública, como la inflación, la caída de los tipos de interés o los ajustes déficit-deuda (reflejados, por ejemplo, en procesos agresivos de privatización o en venta de activos financieros), desempeñaron un papel de segundo orden. Por otra parte, los procesos más lentos de reducción de la deuda han solido estar condicionados por la necesidad de ajustes fiscales muy voluminosos y desarrollarse en entornos macroeconómicos caracterizados por un bajo crecimiento económico y altos tipos de interés.

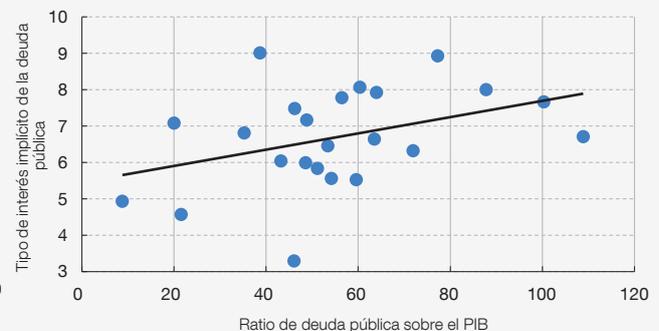
En el caso español, el proceso de reducción de deuda pública estará condicionado, en el corto plazo, por la necesidad de desalancamiento del sector privado y por el propio proceso de consolidación fiscal y, en el medio plazo, por el efecto del envejecimiento poblacional. Las perspectivas de crecimiento económico e inflación moderados en el medio plazo dificultarán la tarea de reducción de la deuda pública y obligarán a la consecución y mantenimiento de superávits fiscales significativos. La importancia de estos condicionantes se puede ilustrar con la siguiente simulación: en un escenario en el que el PIB real se situara en el 1 %, con una inflación del 1,5 % y un tipo de interés nominal implícito del 3,5 % (similar al observado en 2013), el superávit primario necesi-

2 DEUDA PÚBLICA, CRECIMIENTO ECONÓMICO Y TIPOS DE INTERÉS (a)

DEUDA PÚBLICA FRENTE A CRECIMIENTO DEL PIB
(PAÍSES DE LA OCDE: PROMEDIOS 1980-2012)



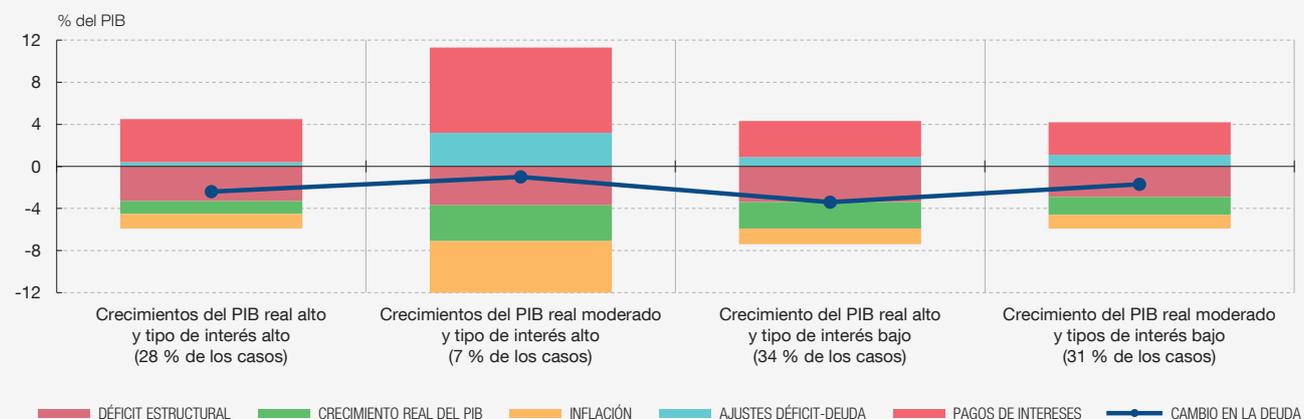
DEUDA PÚBLICA FRENTE A TIPO DE INTERÉS IMPLÍCITO DE LA DEUDA
(PAÍSES DE LA OCDE: PROMEDIOS 1980-2012)



FUENTES: OCDE y Fondo Monetario Internacional.

a Incluye: Alemania, Australia (1989-2012), Austria, Bélgica, Canadá, Corea del Sur, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo (1990-2012), Nueva Zelanda (1986-2012), Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza (1990-2012).

3 EVIDENCIA INTERNACIONAL RELATIVA A EPISODIOS DE REDUCCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA (EN UN PERÍODO DE CUATRO AÑOS)
PARA UNA MUESTRA DE 30 PAÍSES DURANTE EL PERÍODO 1980-2011 (a)



FUENTE: S. A. Abbas, B. Akitoby, J. Andritzky, H. Berger, T. Komatsuzaki y J. Tyson (2013), *Dealing with high debt in an era of low growth*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/07 (septiembre).

a Crecimiento alto (moderado): crecimiento del PIB real superior al 2 % (entre el 0 % y el 2 %) durante cuatro años consecutivos (permitiendo la excepción de un año). Tipo de interés alto (bajo): tipo superior (inferior) a la mediana de cada país (muestra 1980-2011).

rio para estabilizar la deuda pública en el 100 % del PIB sería del 1 % del PIB³, frente al déficit primario observado en 2013 del 3,2 % del PIB.

La situación macroeconómica actual es muy diferente de la que prevaleció durante el proceso de reducción de la deuda pública que se produjo entre 1996 y 2007. Cuando se comparan los determinantes de la variación de la ratio de deuda pública sobre el PIB en el proceso de consolidación fiscal actual con origen en 2009, cuando el déficit alcanzó el 11,1 % del PIB, con los que subyacieron al proceso de consolidación fiscal anterior, entre 1993, año en el que se observó el máximo déficit público de la crisis de los años noventa (7,5 % del PIB), y el final de la década, se detecta una diferencia fundamental. Si bien la reducción del déficit en los cuatro primeros años de ambos episodios fue similar, de unos cuatro puntos del PIB, dicho ajuste entonces fue suficiente para estabilizar y reducir ligeramente la ratio de deuda, mientras que en la situación actual la tendencia creciente de la deuda se ha prolongado más.

3 En el caso de España, desde la década de los ochenta solo se han registrado superávits primarios continuados entre 1987 y 1990 (en promedio, un 0,5 % del PIB) y entre 1997 y 2007 (en promedio, un 2,4 % del PIB), en este último caso en un contexto de robusto crecimiento económico y relajación de las condiciones financieras.

El factor explicativo principal de esta importante diferencia se debe a la contribución del crecimiento nominal del PIB, que entre 1994 y 1997 facilitó una reducción de unos 17 puntos de la ratio de deuda pública, mientras que entre 2010 y 2013 el negativo comportamiento del PIB contribuyó a incrementar la ratio de deuda pública en unos dos puntos del PIB.

En resumen, el mantenimiento de unos niveles de deuda pública elevados tiene efectos negativos importantes, lo que obliga a la política fiscal a priorizar la estabilización primero, y posteriormente a la reducción gradual de la ratio de deuda pública sobre el PIB hacia niveles más reducidos. El escenario macroeconómico de medio plazo de la economía española sugiere que el proceso de reducción de la deuda exigirá necesariamente un ajuste fiscal continuado y considerable, que debe anclarse en una estrategia creíble de medio plazo que permita estabilizar las expectativas de los agentes y mantener unos tipos de interés de largo plazo moderados, para lo cual resulta fundamental el cumplimiento estricto del marco actual de reglas fiscales nacionales y europeas. Asimismo, es importante que este proceso se acompañe de una profundización en la aplicación de las reformas estructurales que posibiliten una mejora de las perspectivas de crecimiento económico en el medio plazo, que permitan también una mayor contribución de este al proceso de despalancamiento público.

En el ámbito laboral, la reforma instrumentada en 2012 empezó a desplegar sus efectos en materia de moderación salarial

La reforma laboral aprobada en 2012 se dejó sentir esencialmente en una intensificación del proceso de moderación salarial y en una mayor adecuación de las condiciones laborales a la situación de las empresas. Resulta fundamental que estos desarrollos se consoliden en el futuro para asegurar que la gradual recuperación económica prevista se traslade con intensidad a la creación de empleo.

La reforma de 2012 se complementó con algunas medidas adicionales. A principios de 2013 se aprobaron ciertos estímulos para la creación de empleo, orientados principalmente a la población juvenil sin experiencia laboral, bonificando el contrato de formación, y flexibilizando su utilización, a la vez que se introdujeron incentivos fiscales al autoempleo juvenil. A finales de año se modificó el marco legal de la contratación a tiempo parcial, incrementando la flexibilidad en el reparto del tiempo de trabajo, lo que puede fomentar este tipo de contratación, que ya viene mostrando un elevado dinamismo desde el inicio de la crisis.

Ya en 2014, se aprobó un programa de incentivos a la contratación indefinida, la denominada *tarifa plana*, que reduce la cotización empresarial por contingencias comunes, hasta los 100 euros mensuales, para las nuevas contrataciones indefinidas realizadas antes de final de año que aumenten el nivel de empleo de la empresa durante los próximos dos años. Este programa supone una reducción significativa de los costes laborales de estas nuevas contrataciones, lo que podría contribuir a la creación de empleo. En todo caso, cabe esperar que aumente de forma apreciable la contratación indefinida en detrimento de la temporal, pues los incentivos son muy cuantiosos, especialmente para los salarios más elevados.

En los mercados de productos y servicios se aprobaron distintas actuaciones que tienden a mejorar el grado de competencia y de asignación de los recursos

Las actuaciones en los mercados de productos y servicios se orientaron a mejorar la competencia y a favorecer una reasignación más eficiente de los recursos. Entre las de carácter horizontal, destaca la aprobación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, cuyo trámite se había iniciado el año previo, la Ley de Emprendedores, las reformas de la Ley Concursal y diferentes iniciativas en el ámbito judicial (véase el capítulo 1 de este Informe).

En el ámbito sectorial, en el mercado de la vivienda se aprobó definitivamente la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos, que introdujo mayor libertad de las partes en la celebración de los contratos, con la reducción de los plazos obligatorios, la eliminación de la indexación obligatoria al IPC y el establecimiento de medidas procesales para agilizar los procedimientos de desahucio por falta de pago. Esta reforma, junto con un marco fiscal menos favorable para la vivienda en propiedad como consecuencia del aumento del tipo del IVA y de la desaparición de la desgravación fiscal en el IRPF, debería favorecer la reducción del sesgo tradicional que el mercado de la vivienda español ha tenido a favor de la tenencia en propiedad frente al alquiler.

Si bien los avances en las reformas de determinados sectores han sido más limitados y/o se han enfrentado a problemas de implementación

En otros sectores, los avances a lo largo del año fueron más heterogéneos. En particular, en el sector servicios, tras sufrir un retraso respecto al calendario original, se presentó el Anteproyecto de Ley de Servicios y Colegios Profesionales, que propone establecer un régimen general de libertad de acceso y ejercicio en todo el territorio español en este ámbito, dotando de mayor transparencia a los colegios que se definen como de carácter obligatorio, así como imponiendo un límite a sus tarifas. En la actualidad, los servicios profesionales en España representan un porcentaje reducido del empleo total y del valor añadido en comparación con otras economías desarrolladas, por lo que resulta importante que la reforma finalmente aprobada reduzca de forma significativa las barreras a la competencia existentes.

Por su parte, en materia de transporte, a mediados de año se liberalizaron los servicios de transporte ferroviario con finalidades turísticas, mientras que los correspondientes a los servicios sujetos a obligaciones de servicio público y los comerciales se llevarán a cabo una vez se determinen las condiciones de licitación pública. Finalmente, en el sector eléctrico se aprobó un paquete legislativo que incorporaba una reducción de costes y un incremento de ingresos del sistema, así como un mecanismo automático destinado a evitar la acumulación de desajustes entre estos ingresos y costes, con el objetivo de evitar la generación de nuevos déficits de tarifa, lo que no pudo impedir la emergencia de un desequilibrio por este concepto en 2013, por un importe de 3,2 mm de euros. Asimismo, ya entrado 2014 se modificó el sistema de fijación de los precios voluntarios para el pequeño consumidor (antigua Tarifa de Último Recurso).

4 Demanda, actividad, mercado de trabajo y precios

En el promedio del año, la demanda nacional volvió a anotarse un retroceso severo, del 2,7 %. Esta caída fue, no obstante, inferior en 1,4 pp a la observada en 2012. Por componentes, la ralentización del descenso fue generalizada, con la excepción de las otras construcciones. En todo caso, en la segunda mitad del año el consumo privado y la inversión en equipo registraron tasas positivas.

4.1 DEMANDA

4.1.1 Demanda nacional

La demanda nacional registró un nuevo retroceso en el conjunto del año, si bien mostró un comportamiento más favorable en el segundo semestre

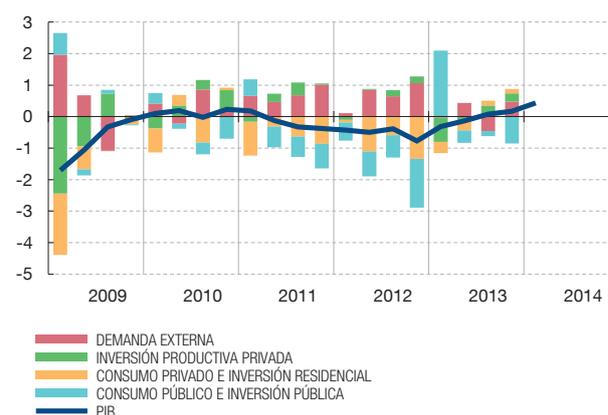
El consumo de los hogares mostró un perfil

El consumo privado mostró un perfil de marcada recuperación a lo largo del año, hasta crecer un 0,5 % intertrimestral en cada uno de los dos últimos trimestres. No obstante, la

PIB E INDICADOR DE CONFIANZA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

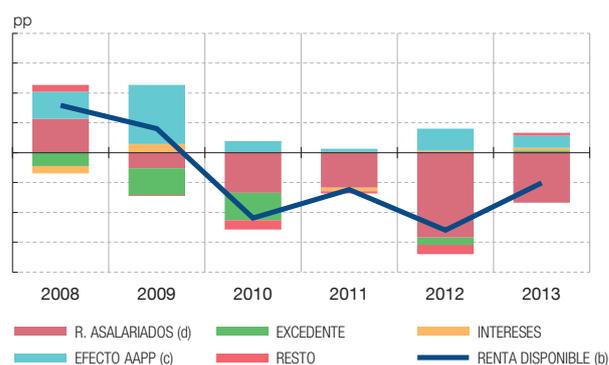
a Contabilidad Nacional base 2008. Tasas de variación sobre series ajustadas de estacionalidad de índices en volumen.

CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES

RENTA, CONSUMO Y TASA DE AHORRO (a)
(Acumulado de cuatro trimestres)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO REAL DE LA RENTA DISPONIBLE



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Comisión Europea y Eurostat.

- a Tasa interanual, excepto la tasa de ahorro, que es el porcentaje de ahorro sobre la renta bruta disponible en términos corrientes.
- b Tasa interanual.
- c Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
- d Remuneración de asalariados, en términos brutos.

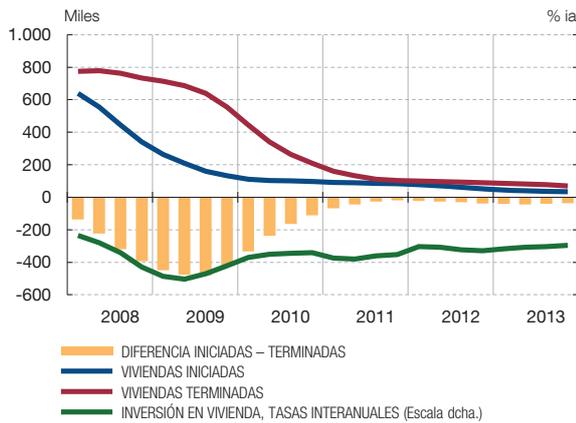
de recuperación a lo largo del año

fuerte caída experimentada por este agregado al concluir 2012 determinó un efecto arrastre muy pronunciado, que motivó un nuevo retroceso del consumo privado en el conjunto de 2013, del 2,1 % (frente a una caída del 2,8 % del año anterior) (véase gráfico 4.7). Atendiendo a la finalidad del gasto, se moderó la caída tanto de los bienes no duraderos como de los duraderos, si bien estos últimos retrocedieron con mayor intensidad.

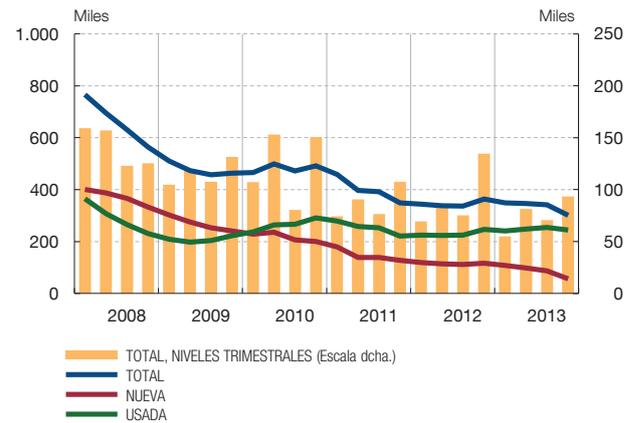
La ralentización del descenso de las rentas laborales y el aumento de la riqueza de los hogares apoyaron la recuperación del consumo en la parte final de 2013

La trayectoria del consumo a lo largo del año resulta, a grandes rasgos, coherente con la evolución de sus principales determinantes. En primer lugar, aunque la renta disponible experimentó un retroceso del 0,7 % en términos nominales, la caída se moderó en el transcurso del ejercicio, al ralentizarse el descenso del componente de ingresos laborales como consecuencia de la incipiente creación neta de empleo. Esto último habría contribuido asimismo a mejorar la confianza de los hogares, lo que posiblemente habría tenido un impacto igualmente positivo, aunque difícil de estimar, sobre el gasto de las familias.

OFERTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



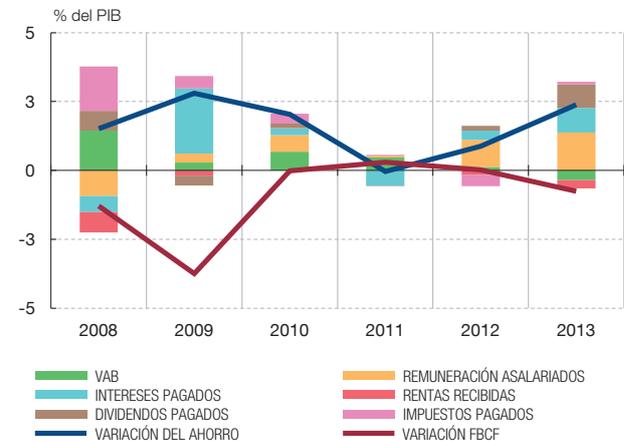
COMPRAVENTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



INVERSIÓN EN EQUIPO



VARIACIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

Además, como se ha explicado en el epígrafe 2, el nivel de riqueza neta de las familias se estabilizó, tras los descensos de los años anteriores. Sin embargo, la mejoría de tono del consumo no se vio apoyada por todos sus determinantes, y en particular las condiciones de financiación de los hogares siguieron siendo restrictivas.

La tasa de ahorro, que repuntó ligeramente al inicio del año, volvió a flexionarse a la baja con posterioridad, probablemente como reflejo de la reducción de la incertidumbre

La tasa de ahorro permaneció en niveles reducidos, con un perfil ligeramente ascendente en la primera mitad del año y descendente en la segunda, cerrando el año en el 10,4% de la renta disponible, nivel coincidente con el de finales de 2012. El comportamiento observado en términos agregados en el segundo semestre podría explicarse, en un contexto de reducción paulatina de la incertidumbre, por la disminución del ahorro por motivo precaución, lo que, junto con las primeras señales de creación neta de empleo, habría contribuido a explicar el mayor dinamismo del consumo en el tramo final del año. En 2014 cabe esperar nuevos avances del consumo privado, lo que, en un contexto de aumentos moderados de la renta disponible, podría conducir a una estabilización o ligero descenso de la tasa de ahorro.

La senda de ajuste de la inversión residencial se prolongó un año más, en un entorno de debilidad

Durante 2013 continuó, por sexto año consecutivo, el proceso de ajuste de la inversión en vivienda, con un descenso del 8%, hasta alcanzar un 4,4% del PIB (véase gráfico 4.8). Esta evolución reflejó un nuevo retroceso en el número de viviendas iniciadas, en un contexto de debilidad de la demanda y de persistencia de un elevado saldo de viviendas sin

de la demanda, que propició una nueva disminución del precio de la vivienda

vender. Así, las transacciones de vivienda continuaron cayendo, al mismo tiempo que se mantuvo el tono de debilidad de sus principales determinantes (empleo y renta de las familias), se prolongó el tono estricto de las condiciones de financiación y el marco fiscal se tornó menos favorable para la adquisición de vivienda en propiedad, como consecuencia del aumento del tipo del IVA y de la eliminación de la desgravación fiscal. No obstante, las compras efectuadas por extranjeros repuntaron en 2013, hasta llegar a representar un 16 % del total de transacciones. A pesar de la atonía de la demanda, las compraventas de vivienda nueva se situaron ligeramente por encima de la cifra de viviendas terminadas, de forma que el proceso de absorción del stock de viviendas sin vender continuó, aunque a un ritmo muy moderado, con lo que el exceso de oferta sigue siendo elevado, lo que limita la capacidad de recuperación de la construcción de obra nueva. Cabe prever, no obstante, que la contribución negativa de este componente de la demanda al crecimiento del PIB continúe moderándose a lo largo del presente ejercicio.

Con estos condicionantes, el precio de la vivienda experimentó un nuevo retroceso. En el promedio del año, el descenso, según la estadística que facilita el Ministerio de Fomento, fue del 5,8 % (8,7 % en 2012), lo que sitúa el ajuste acumulado por el precio de este activo, en términos nominales, entre el primer trimestre de 2008 —en que alcanzó su nivel máximo— y el final de 2013, en un 30 %.

La inversión empresarial mejoró en el curso del año, al compás del descenso de la incertidumbre

Como en el caso del consumo privado, la inversión empresarial mostró un perfil de mejora a lo largo de 2013, lo que no impidió que descendiera en el conjunto del año. En concreto, se estima que la inversión empresarial disminuyó un 2,7 %, a pesar del gradual alivio de algunos de los obstáculos que, al inicio del año, lastraron la evolución de este componente del gasto, como el elevado grado de incertidumbre. En todo caso, el nivel de inversión apenas cubrió el consumo de capital fijo. Por activos, tuvo un comportamiento más favorable la inversión en equipo que el gasto en construcción no residencial. Probablemente, las empresas que precisaron renovar y ampliar su capacidad productiva fueron, sobre todo, aquellas cuya producción está destinada principalmente a los mercados exteriores, dado que su demanda experimentó un comportamiento comparativamente más expansivo. Además, como ya se ha señalado, las empresas más dinámicas, entre las que figuran las que muestran una mayor orientación exportadora, tuvieron menos dificultades para obtener financiación bancaria. En 2014 se prevé que la inversión empresarial acreciente su dinamismo, alentada por las mejoras adicionales que se están registrando en sus principales determinantes, entre los que destacan la evolución de la actividad y la reducción de la incertidumbre.

Las AAPP mantuvieron una aportación negativa a la demanda interna, aunque menos intensa que en 2012

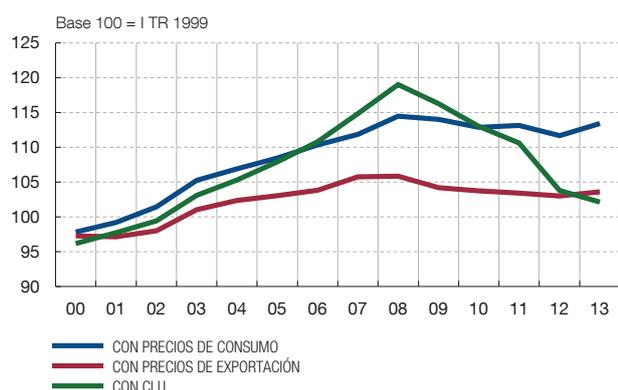
La demanda de las AAPP —que representa en torno a una quinta parte del PIB, en términos nominales— tuvo un comportamiento contractivo en 2013, aunque de menor intensidad que el registrado en el año anterior, como consecuencia del mayor gradualismo en la consolidación presupuestaria. El componente de inversión pública acusó un significativo retroceso, aunque también se redujo el consumo público nominal debido a la disminución de las compras netas de bienes y servicios, como ya se ha señalado.

4.1.2 Demanda exterior

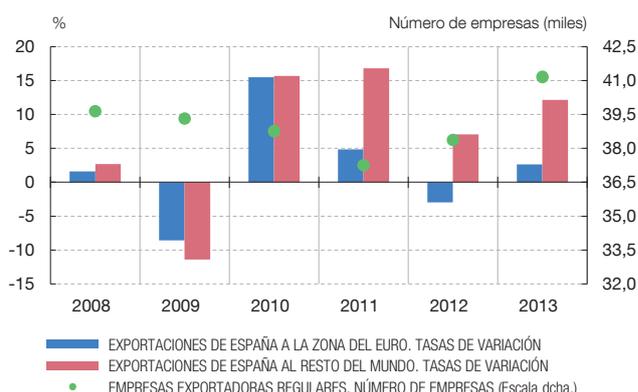
La aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB continuó siendo positiva, aunque se moderó en relación con el ejercicio anterior

En 2013, la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por sexto año consecutivo (véase gráfico 4.6). Esta aportación fue, no obstante, disminuyendo a medida que avanzaba el año, hasta situarse, por término medio, en 1,5 pp (frente a 2,5 pp en 2012). La contribución positiva del sector exterior reflejó la fortaleza de las exportaciones, que aumentaron un 4,9 %, mientras que las importaciones de bienes y servicios registraron un ligero avance (de un 0,4 %), tras dos años de caídas, en un contexto de mejoría de la demanda final.

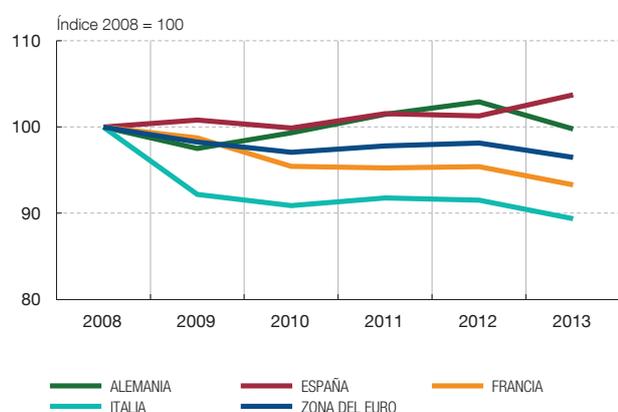
TCER FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)



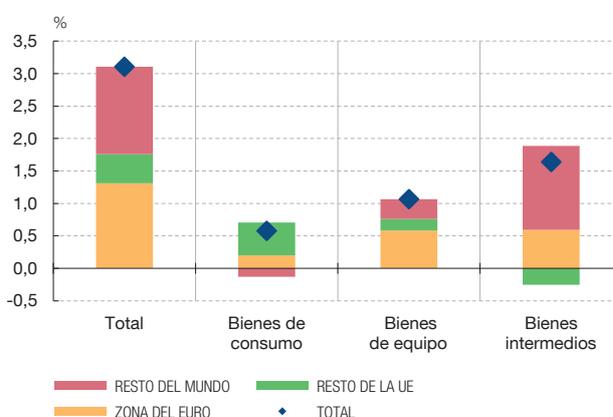
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Y DE LA BASE EXPORTADORA



CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS, EN TÉRMINOS REALES



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES POR SOCIO COMERCIAL Y TIPO DE PRODUCTO (Términos reales. Año 2013)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, y Banco de España.

a Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.

Las ganancias de competitividad y la recuperación del comercio mundial apoyaron el avance de las exportaciones de bienes, que se beneficiaron del aumento de la base exportadora

Las exportaciones de bienes mostraron un patrón de crecimiento desigual a lo largo del ejercicio. Tras un fuerte avance en el segundo trimestre, las ventas al exterior registraron crecimientos más moderados en la segunda mitad del año, como resultado de la desaceleración de los mercados emergentes. Detrás de la evolución positiva para el conjunto del año se encuentran la recuperación del comercio mundial (en particular, en el área del euro) y la consecución de nuevas ganancias en competitividad (véase el panel superior izquierdo del gráfico 4.9). El impacto de estos desarrollos sobre las exportaciones se ha visto reforzado por un nuevo aumento de la base exportadora —esto es, de las empresas que venden al exterior—, que fue generalizado por áreas geográficas y que recayó, en particular, sobre las empresas que exportan de forma regular, cuyo número se incrementó un 7,3% en 2013, tras registrar un avance del 3% el año anterior (véase el panel superior derecho del gráfico 4.9). Todos estos factores deberían favorecer que las exportaciones de bienes crezcan por encima del ritmo de expansión de sus mercados también en 2014.

Las exportaciones de servicios turísticos mostraron un elevado dinamismo en 2013, que

El pasado año, los ingresos por turismo internacional consolidaron la trayectoria de recuperación, que, tras algunos altibajos, había comenzado en 2010, alcanzándose máximos históricos tanto en el nivel de ingresos por este concepto como en el de entradas de turistas (60,7 millones). La recuperación de nuestros principales mercados (localizados prin-

contrastó con la debilidad de los servicios no turísticos

principalmente en la UE), junto con la creciente diversificación geográfica y las ganancias de competitividad, augura un buen comportamiento también en el año en curso, que se podría ver impulsado adicionalmente por la persistencia de focos de inestabilidad en algunos países competidores de la cuenca mediterránea. En sentido contrario, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos acusó una marcada desaceleración a lo largo de 2013, que afectó especialmente a algunos mercados (en particular, a Latinoamérica y a Estados Unidos).

En conjunto, la cuota de mercado de las exportaciones españolas se incrementó en 2013

En 2013 las exportaciones de bienes y servicios ganaron cuota de mercado, en términos reales, tanto en la zona del euro como en la mayoría del resto de áreas geográficas (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 4.9). Fue especialmente notable el aumento de la penetración de bienes españoles en los países de fuera de la zona del euro —sobre todo, en áreas emergentes, entre las que destacan Latinoamérica, el norte de África y Oriente Medio—, en línea con el mencionado esfuerzo de diversificación geográfica por parte de las empresas exportadoras nacionales.

Las importaciones registraron un ligero avance, en línea con la recuperación de la demanda final

Las importaciones de bienes, en términos reales, crecieron un 1,5 % en 2013, tras descender un 7,2 % el año anterior. Esta recuperación se explica en gran medida por el inicio del ciclo inversor, que ha requerido la compra de bienes de equipo, muchos de los cuales no se producen en España, y sobre todo por el dinamismo de las exportaciones, dado que este componente de la demanda final presenta una elevada dependencia de bienes intermedios importados (particularmente pronunciada en las ramas de industria química y de vehículos y equipo de transporte, que explican un porcentaje elevado de la expansión de las ventas al exterior realizadas en los últimos años). En la medida en que se prevé que se prolongue la recuperación de estos dos componentes de la demanda agregada, cabe esperar que las importaciones de bienes mantengan en el futuro próximo la senda de crecimiento iniciada en 2013. Por su parte, las importaciones de servicios no turísticos retrocedieron en el conjunto del año pasado, aunque mostraron un mejor comportamiento en el último trimestre, mientras que los pagos por turismo se recuperaron en línea con la evolución del consumo privado.

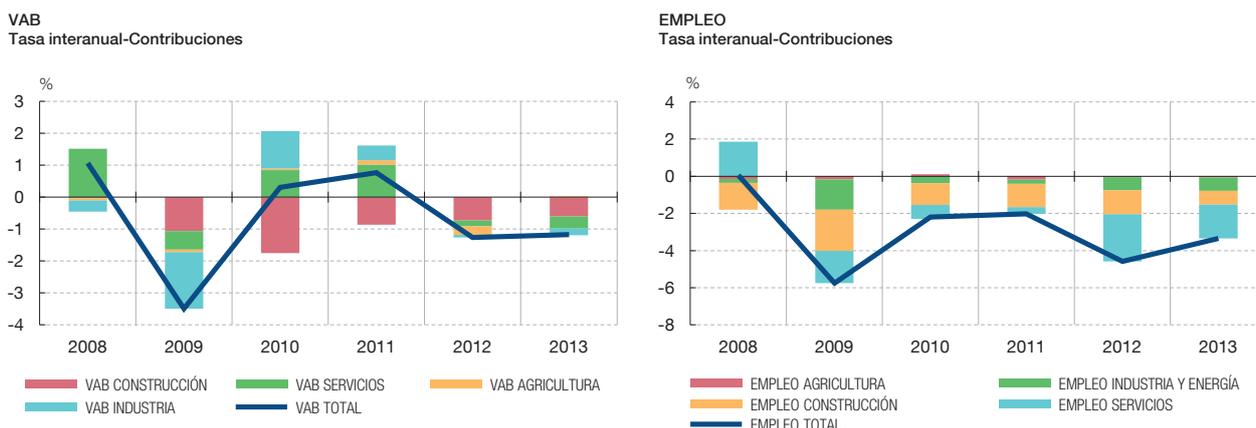
4.2 ACTIVIDAD Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad en la economía de mercado mostró un perfil de mejora a lo largo del año, aunque con intensidad desigual en los diferentes sectores

El valor añadido de las ramas de mercado experimentó una caída del 1,3 %, inferior en dos décimas a la registrada en 2012. Este retroceso se explica, en parte, por el efecto arrastre de un cierre muy negativo de 2012. De hecho, a lo largo de 2013 se produjo una mejora gradual de hasta el -0,1 % en el cuarto trimestre, que se prolongó en los primeros meses de 2014. Sin embargo, la evolución sectorial no fue homogénea (véase gráfico 4.10), de forma que la mejora se concentró, sobre todo, en las ramas más dependientes de la demanda exterior, como reflejo del proceso de reasignación de recursos y recomposición de la estructura productiva de la economía española.

Entre las ramas más dinámicas, destacaron las ligadas a la producción de automóviles y al turismo

Entre las ramas manufactureras (cuyo valor añadido cayó, en conjunto, un 1,2 %), destacó el buen comportamiento de la rama de automoción, cuya producción se vio favorecida por la pujante demanda procedente del exterior y por el impacto positivo de los distintos planes gubernamentales de incentivo a la compra de automóviles. Además, el vigor de esta última rama propició el avance de ciertas industrias auxiliares de la automoción, como las de productos de caucho o plástico. También cabe resaltar el comportamiento positivo de las ramas textiles y de algunos sectores con alto contenido tecnológico, aunque con escaso peso en el conjunto de la industria, como la fabricación de instrumental médico y la de productos farmacéuticos. Entre los servicios de mercado (que, en el conjunto del año, retrocedieron un 0,5 %), las ramas que registraron un mejor comportamiento fueron las vinculadas al turismo y al transporte. Por el contrario, el comercio retrocedió de forma



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

relativamente pronunciada, como resultado de la debilidad de la demanda interna. Finalmente, la construcción, con un descenso del 7,7 %, volvió a ser el sector cuya actividad registró el mayor retroceso, en consonancia con la acusada contracción de la demanda, tanto pública como privada.

El empleo mostró una progresiva mejoría a lo largo del año, hasta registrar un leve crecimiento en el último trimestre, por primera vez desde el inicio de la crisis

El empleo se redujo un 3,4 % en el conjunto del año, aunque evidenció un perfil trimestral de clara recuperación, de forma que se registró una leve creación de empleo en el cuarto trimestre, que se está prolongando en los primeros meses de 2014 (véase gráfico 4.11). Esta mejora detuvo el deterioro de la tasa de empleo, que cerró el año en un nivel del 55,9 %, dos décimas por encima de su valor un año antes, que contrasta con los más de 11 pp de caída observada desde el inicio de la crisis.

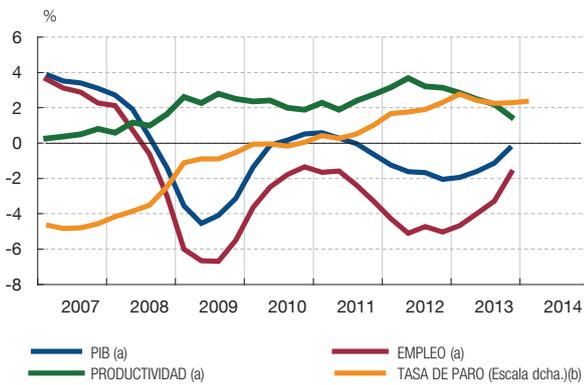
La información proporcionada por la estadística de flujos brutos de trabajadores revela que el mejor comportamiento de la ocupación en 2013 se debió a la moderación de los flujos de destrucción de empleo a lo largo del año, que continuaron la tendencia observada a finales de 2012, mientras que los flujos de salida del desempleo frenaron su descenso y mostraron un leve repunte en el último trimestre de 2013. Por su parte, la productividad aparente del trabajo creció a tasas elevadas en la economía de mercado (2,2 %), aunque inferiores a las de 2012 (3,9 %) y decrecientes a lo largo del año, hasta el 1,5 % en el último trimestre.

La mejoría de la actividad impulsó la contratación en la segunda mitad del año, en especial la de carácter temporal y a tiempo parcial, ligada sobre todo a los servicios de mercado

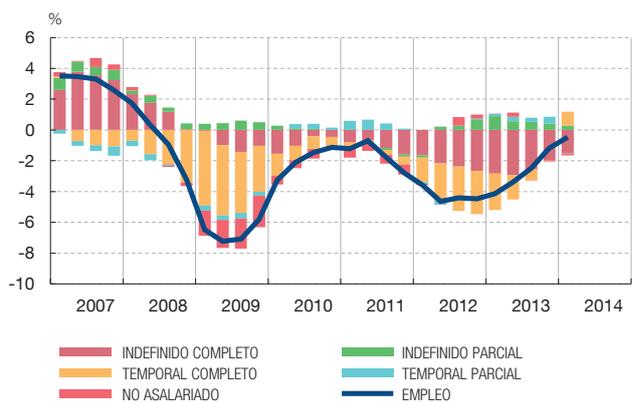
La progresiva recuperación de la actividad en el tramo final de 2013 llevó a un acusado descenso del ritmo de contracción del empleo temporal, de modo que el año cerró en tasas interanuales positivas, tras los fuertes descensos observados en el primer semestre, trayectoria que ha continuado en los meses iniciales de 2014. El empleo indefinido, aunque también ralentizó su caída, mantuvo un peor desempeño que el temporal en la segunda mitad del ejercicio, propiciando un repunte de la ratio de temporalidad de hasta el 23,1 % en el período enero-marzo de este año. La recuperación del empleo estuvo también apoyada por el dinamismo de la contratación a tiempo parcial, que creció a tasas elevadas y elevó la ratio de parcialidad hasta el 16,2%, casi 5 pp por encima de su nivel en 2008.

La ralentización de la destrucción de empleo fue generalizada por ramas de actividad, aunque especialmente destacada en los servicios de mercado, que mostraron un aumento interanual de la ocupación en el último trimestre, concentrado en algunos sectores como la hostelería y las actividades de transporte. En la construcción, los descensos del

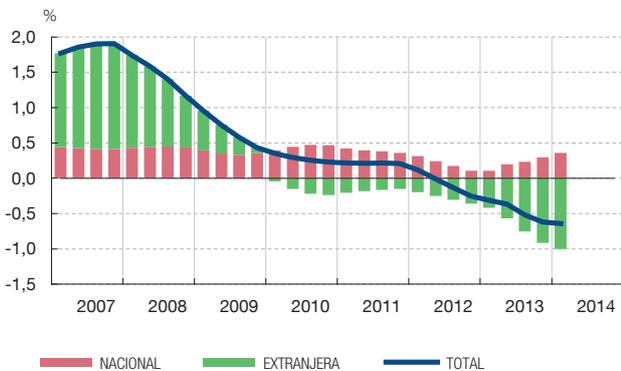
PRODUCTO, EMPLEO Y PARO
Tasas interanuales y tasa de paro en nivel



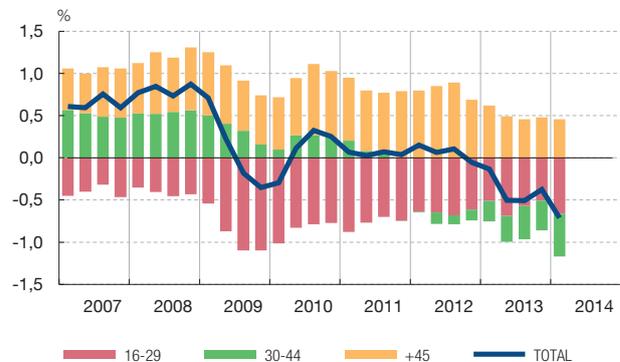
EVOLUCIÓN DEL EMPLEO (b)
Contribución por tipo de contrato y duración de jornada



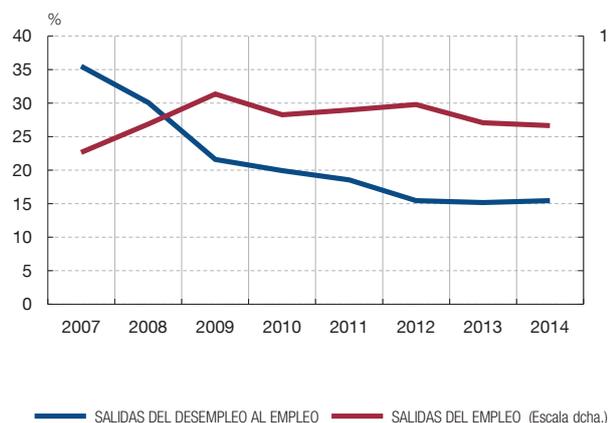
EVOLUCIÓN DE LA POBLACIÓN MAYOR DE 16 AÑOS, POR NACIONALIDAD (b)
Tasas interanuales y contribuciones



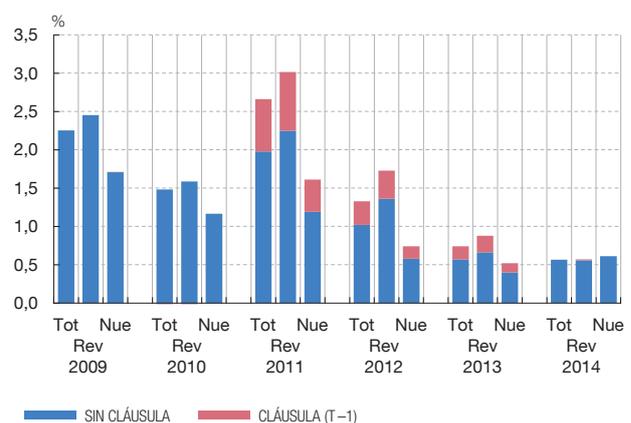
VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE ACTIVIDAD (b)
Contribuciones por edad



FLUJOS BRUTOS DE SALIDA DEL EMPLEO Y DEL DESEMPLEO (c)



TARIFAS SALARIALES (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

- a CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.
- b EPA. Datos brutos.
- c Flujos EPA. En porcentaje de la población origen (ocupados o parados en t-1, respectivamente). El dato de 2014 es el promedio de los tres últimos trimestres de 2013 y del primero de 2014.
- d Tot: total de convenios. Rev: convenios plurianuales con efectos económicos en t, no siendo este el primer año de su vigencia. Nue: convenios cuyo primer año de vigencia es t. Cláusula correspondiente al año anterior. Datos anuales. Los años 2012, 2013 y 2014 son provisionales, con información hasta abril de 2014. Además, en este último año ha cambiado ligeramente la clasificación de Revisados (ahora son firmados antes de 2014) y Nuevos (firmados en 2014).

empleo fueron elevados (-11,4 %), así como en la industria (-5,2 %), aunque en este caso cabe destacar el comportamiento positivo de algunas ramas, como la fabricación de automóviles, la industria química o la industria de la alimentación. Por su parte, el empleo de las ramas de no mercado experimentó un nuevo retroceso (-4,2 %), como consecuencia de la prolongación del proceso de consolidación presupuestaria. Se observó, en todo caso, un cierto freno en el ajuste a lo largo del año, especialmente en las actividades sanitarias y en las CCLL, donde se registraron aumentos de la ocupación en el segundo semestre, que han continuado en el tramo inicial de 2014.

La tasa de paro se redujo levemente, si bien todavía se situó en un nivel ligeramente inferior al 26% al concluir 2013 y se produjo un nuevo incremento del desempleo de larga duración

El ritmo de aumento del número de desempleados se redujo de manera significativa, hasta mostrar un descenso del 1,4 % en el cuarto trimestre. La tasa de desempleo se redujo ligeramente, hasta el 25,7 % en la segunda mitad de 2013, tras haber alcanzado un máximo de casi el 27 % en el primer trimestre. El repunte de los flujos de salida del desempleo se concentró en las duraciones de desempleo más cortas, lo que volvió a elevar la incidencia del paro de larga duración, que mantuvo una tendencia creciente y se situó en el 60,7 % en el tramo final de 2013, siendo especialmente alta en los colectivos de mayor edad y menor nivel de formación. Esta elevada duración de los períodos de desempleo pone en riesgo de exclusión del mercado laboral a estos colectivos de desempleados, aumentando el componente estructural de la tasa de paro (véase recuadro 1.3 en el capítulo 1 de este Informe).

El descenso de la población activa se aceleró como resultado del retroceso de la población y de la caída de la tasa de actividad

La disminución de la población activa ganó intensidad durante el ejercicio (-1,1 %), como resultado de la caída de la población mayor de 16 años y de la tasa de actividad, que se situó en el 60 %, cuatro décimas por debajo de la de 2012. El repliegue de la tasa de actividad fue generalizado, aunque la participación de las mujeres nacionales se mantuvo en niveles similares a los del año previo, contribuyendo a amortiguar la disminución en la participación de los varones nacionales y de la población extranjera de ambos sexos. Por grupos de edad, el descenso fue más acusado entre los de menor edad, lo que, en cierta medida, podría estar reflejando el retorno al sistema educativo del colectivo con menor formación, muy afectado por la destrucción de empleo desde el inicio de la crisis. Esta trayectoria se ha intensificado en los primeros meses de 2014.

2013 fue el primer año de la serie histórica en que se produjo una caída interanual de la población (de cerca de 175.000 personas), que se habría concentrado en la población en edad de trabajar, y de manera singular entre los extranjeros (-5,9 %), debido a los elevados flujos migratorios de salida. Por grupos de edad, el retroceso se concentró entre los más jóvenes. A medio plazo, la prolongación de estas tendencias demográficas supone un reto de primera magnitud para la capacidad de crecimiento de la economía española, que deberá reducir de manera significativa la tasa de desempleo y elevar la de participación para contrarrestar el descenso de la población en edad de trabajar motivado por el progresivo envejecimiento de la población y las salidas netas de inmigrantes.

Los salarios mostraron a lo largo de 2013 una respuesta más acorde con la situación coyuntural y reflejaron una moderación en los incrementos pactados y una menor indexación

La remuneración por asalariado en la economía de mercado se estabilizó en el conjunto del ejercicio, tras el aumento del 1,7 % en 2012. En términos reales, utilizando el IPC como deflactor, habría continuado su descenso, como en los tres años precedentes. Este proceso de moderación salarial habría permitido asentar las ganancias de competitividad en 2013, en un contexto de incrementos de la productividad decrecientes, y estaría sustentando la mejoría observada en el empleo.

La intensificación de la moderación salarial vino explicada, fundamentalmente, por el resultado de la negociación colectiva, ya que los incrementos salariales acordados se situaron en el

0,6%, por debajo del 1% alcanzado un año antes, tanto en los convenios de nueva firma como en los revisados, que mostraron una menor relación con la inflación pasada. No se produjeron, sin embargo, avances significativos en la descentralización de la negociación, que sigue dominada por los convenios sectoriales. En cuanto al resto de componentes del coste laboral, volvió a observarse una contribución negativa de la deriva salarial, probablemente reflejando el impacto de medidas como las inaplicaciones de convenios facilitadas por la reforma de 2012. En cuanto a la información ya disponible para los primeros meses de 2014, los incrementos salariales pactados estarían manteniendo la pauta de moderación observada en 2013, que vendría, además, acompañada de un menor grado de indexación, con una reducción adicional de los convenios que utilizan la inflación pasada como referencia salarial y de aquellos que incluyen cláusulas de salvaguarda frente a la inflación.

4.3 PRECIOS

La inflación registró una trayectoria descendente a lo largo de 2013, que se ha mantenido en los primeros meses de 2014, llegando a alcanzar tasas puntualmente negativas

En el promedio de 2013, el IPC aumentó un 1,4%, 1 pp menos que el año anterior, con un perfil de pronunciada desaceleración a lo largo del ejercicio (véase gráfico 4.12). La tasa interanual pasó del 2,9% en diciembre de 2012 al 0,3% en el mismo mes de 2013, manteniéndose en niveles muy reducidos en los meses iniciales de 2014 (+0,4% en abril). El IPSEBENE aumentó igualmente un 1,4% en el conjunto de 2013, mostrando una acusada desaceleración en el curso del año, con una reducción de 2 pp de la tasa interanual, hasta el 0,2% en diciembre. Los precios de producción nacional registraron asimismo tasas de variación reducidas, de modo que el deflactor del PIB creció un 0,6% en el conjunto del año.

Aunque en parte reflejó factores transitorios, la senda desinflacionista respondió en gran medida a elementos de carácter más permanente

En términos del IPC, esta trayectoria desinflacionista respondió en parte a factores transitorios, entre los que cabe destacar la desaparición, en el último cuatrimestre del año, del impacto directo sobre la tasa de variación interanual del incremento de tipos del IVA y del aumento de algunos precios administrados, que habían tenido lugar un año antes. No obstante, otros elementos de naturaleza más permanente, como la debilidad de la demanda o la contención de los costes del factor trabajo, hicieron que esa senda desinflacionista fuera más pronunciada.

La contracción de los costes laborales unitarios propició un avance de los márgenes empresariales

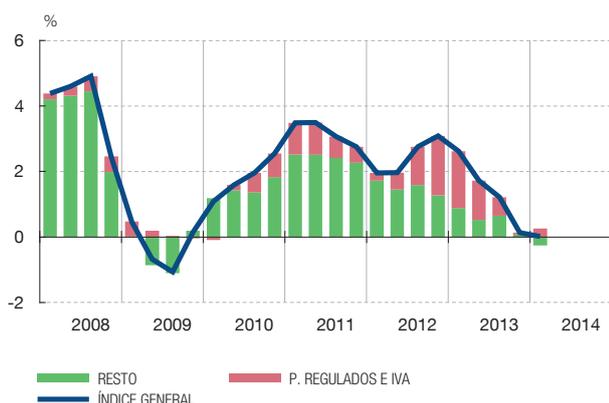
La moderación de los salarios nominales, en un contexto de desempleo muy elevado, unida a los incrementos de la productividad aparente del trabajo, motivó una acusada contracción de los costes laborales unitarios de la economía de mercado, que no se trasladó completamente a los precios finales, con su correspondiente reflejo en los márgenes por unidad de producto. Esta evolución, propia del momento cíclico que atraviesa la economía, reflejaría diversos factores, que incluyen el impacto de la debilidad del mercado laboral o, en algunos casos, la necesidad por parte de las empresas de generar recursos propios en un entorno de dificultad de acceso a la financiación externa. Por último, en ocasiones, niveles elevados de márgenes estarían apuntando a un grado de competencia insuficiente en algunos mercados de productos³.

Los precios de los servicios alcanzaron la menor variación de la serie histórica

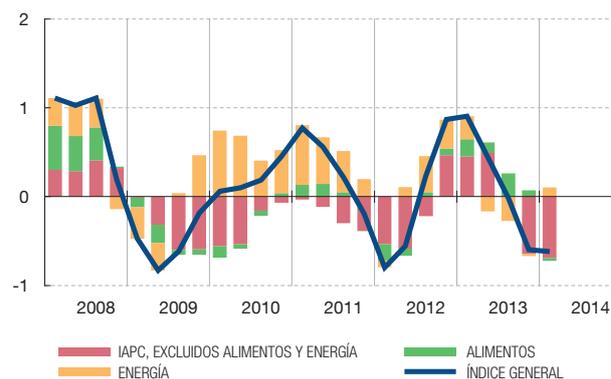
La evolución descrita de los costes laborales provocó un cambio sustancial en la dinámica de los precios de los servicios —particularmente intensivos en factor trabajo—, que tradicionalmente registraban incrementos relativamente elevados y una escasa sensibilidad a las condiciones cíclicas. Asimismo, esta evolución respondió a la debilidad de la demanda y, también, a algunos elementos transitorios, como los ligados a la desaparición del efecto directo sobre los precios de medidas pasadas de consolidación fiscal (la subida del IVA en septiembre de 2012 y los aumentos de los precios regulados de algunos servicios en

³ Véase J. M. Montero y A. Urtasun (2013), «La evolución reciente de los márgenes de las sociedades no financieras», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (IAPC) ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

la segunda mitad de ese año). Como resultado de estos factores, a lo largo de 2013 la inflación de los servicios se desaceleró en 2,3 pp, hasta situarse en el 0 %, la menor tasa desde que se elabora el IPC.

La desaceleración de los precios también se extendió a los demás componentes

Entre los restantes componentes, la ralentización fue generalizada. Por lo que respecta a las demás rúbricas del IPSEBENE, las tasas de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos fueron más acusadas, por la desaparición de los efectos base mencionados; y, entre los componentes más volátiles, la tasa de crecimiento de los precios de los bienes energéticos cerró el año en el 0,2 %, 7,4 pp menos que al final de 2012, debido a la reducción del precio del petróleo en dólares y a la apreciación del euro.

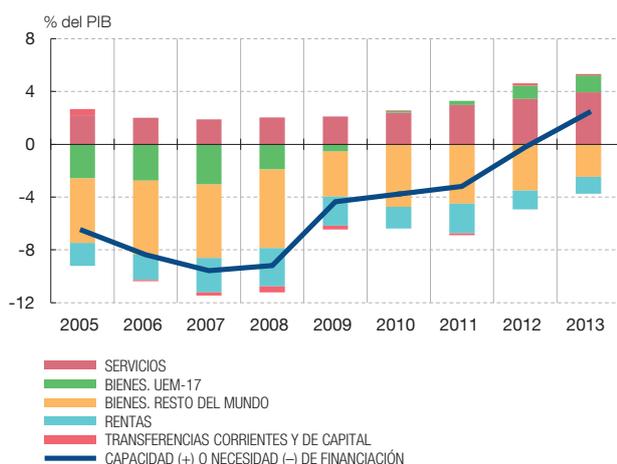
La inflación en términos de precios de consumo se situó a finales de 2013 por debajo de la del área del euro

En el promedio de 2013, el diferencial de inflación con la zona del euro se situó en 0,2 pp, medido a través del IAPC general, y en 0,3 pp en términos del IPSEBENE. Estas cifras están afectadas por la incidencia sobre la inflación española de 2013 de las medidas de ajuste fiscal adoptadas un año antes, de modo que, en diciembre del año pasado, fecha en la que el impacto de estos factores sobre las tasas interanuales habría desaparecido, el crecimiento de los precios de consumo en nuestro país era cinco décimas inferior al del conjunto de la zona del euro en términos del índice general (y siete si se mide por el IPSEBENE). A futuro, la persistencia en el tiempo de un diferencial negativo entre las tasas de crecimiento de los precios en España y en el conjunto del área del euro es un requisito necesario para apuntalar las ganancias de competitividad de nuestra economía.

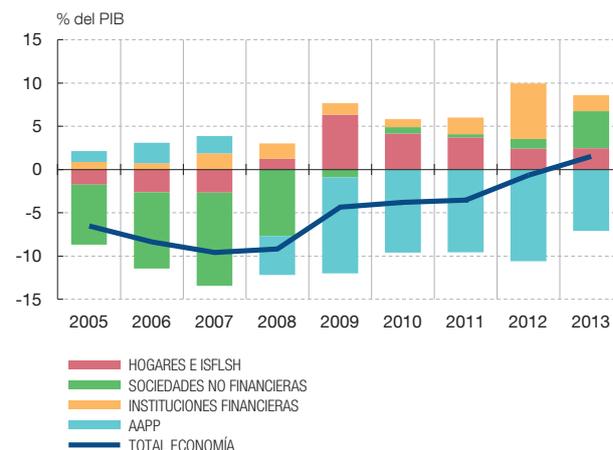
Se espera que la inflación mantenga niveles muy moderados a lo largo del año en curso

En 2014 se espera que prevalezca un entorno macroeconómico propicio para un crecimiento contenido de los precios. En este sentido, aunque con menor intensidad que en años anteriores, se anticipa un nuevo retroceso de los costes laborales por unidad de producto. Ello sería fruto de un crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que, si bien se prevé que sea relativamente modesto, superaría al de los salarios nominales. Asimismo, la recuperación prevista del gasto en consumo de los hogares se prevé moderada. Con estos supuestos, se espera que los precios de consumo registren un ligero repunte a lo largo del año. Este escenario central estaría sometido a algunas incertidumbres, como la posibilidad de que el elevado grado de holgura que presenta la economía genere una dinámica desinflationista más intensa. En sentido contrario, una posible adopción de medidas adicionales de consolidación presupuestaria tendría un impacto alcista sobre la inflación. En todo caso, como se analiza en el recuadro 1.1 de este Informe, se estima que los riesgos de caídas generalizadas y prolongadas de los precios de consumo son limitados.

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN, POR SECTORES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Departamento de Aduanas.

4.4 LA BALANZA DE PAGOS

La economía española alcanzó una capacidad de financiación en 2013, por primera vez desde 1998

Durante el ejercicio pasado, la economía española prosiguió la senda de ajuste de su desequilibrio exterior, hasta el punto de alcanzar una capacidad de financiación que ascendió al 1,5 % del PIB, frente a una necesidad de financiación del 0,6 % registrada un año atrás (véase gráfico 4.13). Esta evolución reflejó la mejoría generalizada de las distintas balanzas que componen la cuenta del resto del mundo, y en particular la ampliación del superávit de bienes y servicios no energéticos, en 1,7 pp. Un segundo factor que contribuyó de manera notable al saldo positivo del sector exterior fue la corrección del déficit de rentas (de 0,4 pp), que vino de la mano tanto del aumento de los ingresos netos generados por las inversiones exteriores directas como del descenso de los pagos netos devengados por la otra inversión (préstamos, depósitos y *repos*). Por su parte, el superávit de servicios continuó ampliándose (en 0,3 pp), por la mejora tanto del saldo turístico como del no turístico. Estos desarrollos posibilitaron que se alcanzase un superávit por cuenta corriente, del 0,8 % del PIB, por primera vez desde 1997. Por áreas geográficas, se amplió el superávit comercial frente a la UEM, al mismo tiempo que se redujo el déficit frente al resto del mundo, gracias, principalmente, a la disminución de los desequilibrios frente a los países productores de petróleo y América Latina.

Por sectores, destacó el aumento de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras

Desde una perspectiva sectorial, las sociedades no financieras realizaron una contribución de 3,2 pp a la mejora del saldo exterior de la economía española entre 2012 y 2013, al alcanzar una capacidad de financiación del 4,3 % del PIB, en tanto que el saldo positivo de los hogares apenas aumentó en una décima, hasta el 2,5 % del PIB (véase gráfico 4.13). A la hora de realizar un análisis de la mejora de la capacidad de financiación de la nación entre ambos años desde el ángulo de su desglose sectorial, resulta apropiado descontar el impacto de las ayudas financieras otorgadas por las AAPP a las instituciones financieras (IIF) sobre los saldos de ambos sectores. Una vez tenido en cuenta este factor, las AAPP contribuyeron en dos décimas a la mejora del desequilibrio exterior, mientras que la capacidad de financiación de las IIF disminuyó en 1,2 pp.

El endeudamiento exterior se mantuvo en niveles elevados

A pesar de la capacidad de financiación que presentó la nación en 2013, la posición deudora neta se incrementó en 5,5 pp, hasta situarse en el 98,2 % del PIB, debido a los efectos de valoración. En concreto, la mejora de la situación económica y financiera en la zona del euro, y en particular en España, propició la revalorización de los activos españoles en las carteras de los inversores internacionales.

En 2014 es previsible que la economía española continúe registrando una capacidad de financiación

En el año en curso, se prevé que la economía española incremente su capacidad de financiación, debido a la ampliación del saldo positivo de bienes y servicios, que volvería a ser particularmente elevado en el caso de los bienes no energéticos. Con todo, a más largo plazo, las mejoras adicionales del saldo exterior están limitadas por la elevada dependencia energética del exterior y la carga financiera que conlleva la deuda acumulada frente al resto del mundo.

1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual*, dedicado a la gestión del Banco de España, sintetiza los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2013, algunos de los cuales serán abordados con mucho más detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Conducta de Mercado y Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Actividades de Investigación, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

Como en años anteriores, durante 2013 el Banco de España desarrolló una intensa actividad como miembro del Eurosistema. El gobernador participó en las reuniones periódicas que celebraron los consejos de gobierno y general del BCE, en las que se adoptaron las decisiones de política monetaria y relativas al funcionamiento del Eurosistema.

En lo que se refiere a las actividades del Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés), el Banco colaboró en los ejercicios de previsión periódicos del Eurosistema y del BCE, así como en los informes sobre finanzas públicas y políticas estructurales que prepara todos los años el Comité.

Los comités del Eurosistema analizaron diversas medidas no convencionales de política monetaria

Además, en su condición de miembro del MPC y del Comité de Operaciones de Mercado (MOC, por sus siglas en inglés), el Banco de España contribuyó al estudio a escala técnica de los temas relativos al diseño e implementación de la política monetaria del Eurosistema. En 2013, este trabajo estuvo centrado sobre todo en el análisis de diversas medidas en el ámbito no convencional de la política monetaria, la interacción entre la fragmentación financiera y el tono de la política monetaria, así como el papel de la comunicación en el mecanismo de transmisión (véase capítulo 3).

En el ejercicio de estas funciones, la actividad del MPC y del MOC se ha visto complementada por los trabajos del Comité de Gestión de Riesgos (RMC, por sus siglas en inglés), que tiene encomendada la función de vigilancia, medición y gestión del riesgo generado por las operaciones del Eurosistema. En 2013, el trabajo de este comité se ha centrado en la mejora de los procedimientos para la medición de la magnitud del riesgo financiero y su comparación con las coberturas contables existentes para contrarrestarlo. Asimismo, el comité se ha ocupado de revisar y adaptar los controles de riesgos y los requerimientos relativos a la elegibilidad, evaluación y valoración de los activos de garantía que se utilizan para mitigar dichos riesgos.

La elaboración de los informes de situación y el asesoramiento a los órganos de gobierno sobre los riesgos para la estabilidad marcaron la actividad del Comité de Estabilidad Financiera (FSC, por sus siglas en inglés) en 2013. La contribución del Banco a este comité también ha venido enmarcada en la discusión de su nuevo mandato, composición y estructura para hacer frente a las necesidades surgidas del establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), que aprobó el Consejo de Gobierno a finales de enero de 2014.

El Banco ha seguido participando en los trabajos estadísticos del Eurosistema, a través del Comité de Estadísticas (STC, por sus siglas en inglés), en apoyo de las distintas funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

mico (ESRB, por sus siglas en inglés). Entre los proyectos del STC, cabe destacar los avances para la puesta en marcha de una base de datos de tenencias de valores negociables, con información valor a valor (véase apartado 7.1), así como los trabajos para preparar el suministro de información al BCE en su nueva función como supervisor bancario europeo.

En 2013 se pusieron en circulación los nuevos billetes de 5 € de la serie Europa

El Banco de España también ha participado en las actividades del Comité de Billetes (BANCO, por sus siglas en inglés) y ha desempeñado un papel importante en la fabricación, custodia, transporte y distribución de los billetes en euros (véase epígrafe 6.3). En mayo de 2013, junto al resto de bancos centrales del Eurosistema, puso por primera vez en circulación los nuevos billetes de 5 euros de la serie Europa.

En el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (PSSC, por sus siglas en inglés), el Banco de España ha contribuido a la gestión del sistema TARGET2. También ha participado muy activamente en las tareas relacionadas con el proyecto TARGET2-Securities, en su doble papel de proveedor, junto con los otros tres bancos centrales que lo están desarrollando, y de propietario como miembro del Eurosistema.

En el ámbito de la vigilancia cooperativa de los sistemas de liquidación del Eurosistema, la principal línea de actuación en 2013 ha sido la implantación de los nuevos principios elaborados por parte del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (CPSS-IOSCO, por sus siglas en inglés) con el objetivo de reforzar la seguridad y la eficiencia en el funcionamiento de las infraestructuras de los mercados financieros. En relación con la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, en inglés), el trabajo se ha centrado en la migración de los instrumentos de pago a los estándares SEPA (véase epígrafe 6.2).

Por último, el Banco de España ha continuado participando en 2013 en los trabajos y reuniones del Comité Legal del BCE (LEGCO, por sus siglas en inglés) y de sus grupos de trabajo, facilitando asesoramiento jurídico a los órganos de gobierno y a otros comités del BCE en relación con el cumplimiento de sus funciones y preparando los actos legales necesarios para ello. Las principales materias que han sido objeto de asesoramiento jurídico recurrente son la regulación de las operaciones de política monetaria del Eurosistema y el marco de control de riesgos, el marco legal de TARGET2 y TARGET2-Securities, la evaluación periódica de los sistemas de liquidación de valores y sus enlaces, la producción de billetes o los trabajos preparatorios de las ampliaciones de la zona del euro.

3 Actividades internacionales

Con el fin de consolidar su proyección internacional, el Banco de España ha continuado reforzando su relación con bancos centrales, supervisores y organismos multilaterales.

3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el contexto de la UE, el Banco de España ha participado en diversos grupos de trabajo y comités. Como en años anteriores, el gobernador participó en las reuniones informales del ECOFIN y el Banco ha colaborado en los trabajos del Comité Económico y Financiero (CEF) y del Comité de Política Económica (CPE).

3.1.1 Europa

En el ámbito supervisor, destaca la participación del Banco de España en la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). En 2013, la EBA llevó a cabo una intensa actividad reguladora, centrada en la elaboración de numerosos estándares técnicos (fondos propios, riesgo de liquidez, riesgo de crédito, relaciones país de origen/acogida, etc.) y emitió una serie de recomendaciones de gran relevancia (preservación del capital, ejercicio de revisión de los activos y euríbor).

Por otro lado, simultáneamente a la entrada en vigor del MUS, han cambiado las modalidades de voto en la EBA para asegurar un consenso mínimo, tanto entre países que forman parte del MUS como entre los que no pertenecen al mismo. Además, se le han atribuido nuevos poderes, entre los que destaca la elaboración de un manual de supervisión para la UE, y se han reforzado otros, tanto en el ámbito de las pruebas de resistencia de la UE como en el de los colegios de supervisores.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) es la institución responsable de la supervisión macroprudencial en la Unión Europea y su objetivo principal es el de prevenir y mitigar riesgos sistémicos que puedan afectar al sistema financiero en la UE. El Banco de España, en su doble faceta de banco central nacional y supervisor del sistema bancario, es miembro con derecho a voto del Consejo General del ESRB.

El ESRB realizó tres recomendaciones durante 2013: una sobre fondos del mercado monetario, otra sobre la financiación de las entidades de crédito y una tercera sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial. Al hilo de la recomendación emitida por el ESRB para que los Estados miembros establecieran autoridades de ámbito macroprudencial, el Banco de España decidió crear un grupo de trabajo, formado por representantes del Banco de España y del Ministerio de Economía y Competitividad, con el mandato de reflexionar sobre las distintas posibilidades de organización de la supervisión macroprudencial en España. La tarea incluía la identificación de los cambios institucionales y legales necesarios, así como una revisión crítica de las alternativas existentes, tomando también como referencia las experiencias de otros países. Los trabajos del grupo, que se desarrollaron a lo largo de 2013, contaron con la participación de expertos independientes y sus conclusiones se recogieron en un informe que fue presentado al Consejo del Banco de España y enviado al Gobierno.

3.1.2 Sistema financiero internacional

El Banco de España ha tenido un papel muy activo en diversos comités y grupos internacionales en materia de regulación, supervisión y estabilidad del sistema financiero.

El FSB avanza en sus trabajos, en particular, en el tratamiento de entidades sistémicas

La importancia creciente del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) en el diseño de la regulación financiera internacional se ha materializado en un considerable aumento de su capacidad y recursos (se han cuadruplicado desde 2009), y en su transformación, en enero de 2013, en una entidad con personalidad jurídica propia, si bien de momento continúa siendo financiada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Durante 2013 el FSB ha promovido considerables avances en varios ámbitos y, en particular, en el proyecto de tratamiento de entidades sistémicas, cuyo objetivo es minimizar el uso de recursos públicos en caso de quiebra. En el campo de la resolución, está previsto que el FSB presente a finales de este año una propuesta al G-20 sobre la capacidad total de absorción de pérdidas que deben tener los bancos globalmente sistémicos en caso de que entren en situación de resolución o GLAC (en sus siglas en inglés, *gone concern loss absorbing capacity*).

Se ha concluido el diseño de las ratios de liquidez a corto plazo y de apalancamiento

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) ha publicado en 2013 un documento con un análisis crítico del marco regulador actual, incluyendo áreas potenciales de mejora. Los trabajos realizados han reflejado el objetivo de priorizar la finalización del marco de Basilea III. Se ha concluido el diseño de la ratio de liquidez a corto plazo (LCR) y de la ratio de apalancamiento, y se ha avanzado en la revisión del diseño de la ratio de liquidez a largo plazo (NSFR).

En el marco intersectorial, el Foro Conjunto (Joint Forum) ha seguido contribuyendo a resolver deficiencias puestas de manifiesto durante la crisis financiera global. Ha publicado unas

recomendaciones sobre la actividad de aseguramiento a entidades de crédito por parte de aseguradoras del riesgo de crédito derivado de hipotecas residenciales y otras sobre los requisitos mínimos de transparencia informativa de las entidades financieras para inversores.

El Banco de España continúa presidiendo, junto a la Reserva Federal de Filadelfia, el Grupo de Trabajo Internacional sobre Riesgo Operacional (IORWG, por sus siglas en inglés), cuyo principal objetivo es actuar como centro de conocimiento y experiencia para una gestión avanzada del riesgo operacional en la banca central.

Por otra parte, el Banco, en su condición de gobernador alterno ante el Fondo Monetario Internacional (FMI), ha mantenido en 2013 un papel activo en el Fondo y ha dado apoyo a los representantes españoles. Junto al habitual seguimiento de la vigilancia macroeconómica que ejerce el FMI sobre sus países miembros y sus programas de préstamo, el debate sobre las políticas del Fondo se ha centrado este año en los aspectos de gobernanza y recursos.

El Banco continuó el año pasado su colaboración con los bancos de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo— y, de forma bilateral, con otros bancos centrales y supervisores bancarios, a través de reuniones, tanto de alto nivel como de ámbito técnico, y de seminarios y conferencias conjuntas. También ha formado parte de las delegaciones españolas participantes en las reuniones periódicas de los bancos de desarrollo, el Club de París y los grupos de trabajo sobre crédito a la exportación de la UE y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Además, la colaboración con organismos latinoamericanos continúa siendo intensa, en particular con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), principal foro de coordinación de los bancos centrales latinoamericanos, con el que tiene firmado un Memorando de Entendimiento (MoU). El Banco de España participó en las reuniones de gobernadores y en los Comités de Alternos, de Auditoría, de Recursos Humanos, de Tesorería y de Contabilidad y Presupuesto del Centro, así como en los distintos grupos de expertos. El Banco es, además, uno de los principales colaboradores en las actividades formativas del CEMLA. En 2013, también se firmó un MoU con la Corporación Andina de Fomento (CAF).

El Banco de España ha mantenido su apoyo a los supervisores latinoamericanos, tanto bilateralmente como en el marco de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), a la que pertenecen todas las instituciones de supervisión bancaria del continente americano y de la que España es el único miembro no regional. A lo largo de 2013, el Banco ha participado activamente en sus grupos de trabajo en temas relativos a pruebas de resistencia, liquidez y gobierno corporativo. Asimismo, se ha realizado un importante esfuerzo en el campo de la formación para supervisores a través de seminarios impartidos en la región y en España.

3.1.3 Cooperación técnica

La cooperación técnica internacional con otros bancos centrales y con organismos supervisores y reguladores contribuye decisivamente a la proyección exterior del Banco. Esta actividad ha registrado un crecimiento notable en los últimos años, pues el Banco de España es considerado como un referente en el campo de la banca central y de la supervisión y regulación financieras. Las modalidades de cooperación técnica incluyen cursos y seminarios, visitas de estudio y trabajo en el Banco, misiones de expertos del Banco en el exterior, actividades de asistencia técnica y la atención regular de consultas sobre gran variedad de temas.

La oferta del Banco en materia de cooperación técnica formativa se articula en actuaciones propias o coorganizadas con otras entidades, como el CEMLA, la ASBA, el Fondo Latino-

americano de Reservas (FLAR) y la Fundación Centro de Educación a Distancia para el Desarrollo Económico y Tecnológico (CEDDET). Asimismo, el Banco colabora en actividades formativas de cooperación técnica organizadas por otras instituciones, como (además de las citadas) el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del BPI. En 2013 se llevaron a cabo 14 cursos organizados por el Banco, de los que cuatro se celebraron fuera de España. Con ASBA, el Banco participó en seminarios sobre Basilea II y sobre supervisión de grandes grupos financieros. Con CEMLA, se han cubierto ámbitos generales de la actividad de banca central y otros más específicos, como sistemas de pago, Basilea III o inspección y vigilancia de mercados y entidades. Con ambas instituciones se organizó el *Curso sobre estabilidad financiera*.

En cuanto a la distribución geográfica, en 2013, la cooperación técnica ha seguido concentrada mayoritariamente en el área latinoamericana, si bien se ha mantenido el esfuerzo de ampliación de su alcance regional. Así, se organizó la tercera edición del seminario internacional en inglés sobre regulación financiera y supervisión, que cuenta con una presencia importante de otras regiones, en particular Asia.

3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España organizó en 2013 diversas reuniones y encuentros de alto nivel, orientados a compartir conocimientos e intercambiar opiniones y puntos de vista.

Como ya es tradicional, se presentaron en el Banco de España los informes del FMI *Perspectivas Económicas Mundiales* (WEO, por sus siglas en inglés) y el de *Estabilidad Financiera Global* (GFSR, por sus siglas en inglés).

Asimismo, se organizaron dos ediciones del Foro de Análisis Latinoamericano, una en la sede madrileña de la Secretaría General Iberoamericana (Segib) y otra en la del Banco. Se trata de un espacio de debate que reúne semestralmente a un amplio número de instituciones nacionales e internacionales presentes en España y con intereses en América Latina.

Por último, se celebraron tres jornadas para analizar temas de relevancia económica, que contaron con la presencia de expertos y autoridades económicas: el Banco Mundial, el *Reinventing Bretton Woods Committe*, y el *Official Monetary and Financial Institutions Forum* (OMFIF, por sus siglas en inglés), además de otras de carácter más académico (véase epígrafe 4.2).

4 Análisis económico e investigación

Las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional se desarrollan en varios departamentos del Banco de España con el objetivo fundamental de asesorar a sus órganos de gobierno. Como resultado de estas actividades, durante 2013 se han publicado 23 *Documentos de Trabajo*, 4 *Documentos Ocasionales*, 27 artículos en revistas académicas y 17 en otras revistas o como capítulos de libros. Además, están en vías de publicación otros 20 artículos en revistas académicas y 3 en otras revistas o como capítulos de libros¹.

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La agenda investigadora del Banco de España se articula alrededor de cinco grandes áreas:

- Modelización y previsión macroeconómica.
- Política monetaria y sus mecanismos de transmisión.

¹ Un mayor detalle de estas publicaciones y del resto de las actividades de investigación está disponible en <http://www.bde.es/investigador/home.htm>

- Estabilidad financiera.
- Economía y finanzas internacionales.
- Economía española.

Se avanzó en la construcción de un modelo dinámico de equilibrio general para evaluar el ajuste macroeconómico

En el ámbito de la modelización macroeconómica, durante el pasado año se han producido avances notables en la construcción de un modelo dinámico de equilibrio general diseñado para evaluar el ajuste macroeconómico a corto y a medio plazo de una economía, como la española, inmersa en un proceso de devaluación interna, fuertemente condicionada por un elevado nivel de endeudamiento privado y público.

Los principales avances en el área de las herramientas de previsión se han centrado en la predicción en tiempo real, a partir de la evaluación de una amplia variedad de especificaciones alternativas, prestando especial atención a la selección de las variables más informativas y desarrollando enfoques que tratan de compaginar modelos de factores de pequeña y gran escala, como en el caso del desarrollo del modelo de predicción en tiempo real del PIB en la zona del euro (D€STINY).

En cuanto al análisis de la política monetaria y su mecanismo de transmisión, cabe mencionar la elaboración de un modelo de racionalidad limitada de ajuste de precios que resulta coherente con la evidencia micro y macroeconómica sobre cómo las empresas ajustan sus precios, cuya inclusión en un modelo dinámico, estocástico y de equilibrio general (DSGE, por sus siglas en inglés) ha permitido desarrollar una mejor caracterización de las consecuencias macroeconómicas de las perturbaciones monetarias. En este ámbito, también se ha culminado recientemente un proyecto dedicado a evaluar el diseño de políticas monetarias óptimas en un entorno caracterizado por fricciones financieras, incluyendo restricciones de deuda y un comportamiento monopolístico de los intermediarios bancarios. Finalmente, también se ha estimado la influencia de la liquidez sobre la estructura temporal de los tipos de interés, las alternativas de la delegación de decisiones fiscales entre países miembros de una unión monetaria y el papel que las autoridades fiscales independientes pueden jugar en dicho contexto.

La investigación en el área de la estabilidad financiera y el análisis bancario durante 2013 se ha desarrollado en varios ámbitos. En primer lugar, se ha contribuido al desarrollo y mejora de los modelos que constituyen la base para el *Forward Looking Exercise on Spanish Banks* (FLESB, véase epígrafe 5.6). En segundo lugar, se ha iniciado una línea de investigación sobre el impacto de las restricciones crediticias en el empleo. Asimismo, se han continuado explorando los efectos de la crisis y la respuesta reguladora sobre las entidades financieras, centrándose en el impacto de las titulaciones en la estructura de capital de los bancos, los efectos sobre la competencia en el mercado de depósitos bancarios en España del crecimiento de los tipos de interés pagados por la deuda pública española, así como la disrupción del mercado interbancario y la prociclicidad de la regulación bancaria.

Por lo que respecta al área de economía y finanzas internacionales, se han caracterizado los niveles de endeudamiento de los hogares en la zona del euro y se ha estimado el impacto de diferencias institucionales en dicho endeudamiento, teniendo en cuenta las diferencias demográficas entre países. Y, en un ámbito similar, también se ha analizado la relación entre endeudamiento y consumo privado. En segundo lugar, se ha estimado el crecimiento potencial de varios países, teniendo en cuenta los desequilibrios externos. En tercer lugar, se ha abordado el análisis de los determinantes de los desequilibrios globa-

Se ha analizado el ajuste de la economía española a los procesos de reducción del endeudamiento privado, ajuste fiscal y devaluación interna

les, tomando en consideración el riesgo de crédito y la competitividad de los países. Por último, se ha profundizado en la relación entre flujos globales de capitales y tenencia de reservas internacionales.

Finalmente, las líneas de trabajo sobre economía española se han centrado, en primer lugar, en el análisis del ajuste de nuestra economía en un entorno caracterizado por los procesos en marcha de reducción del endeudamiento privado, ajuste fiscal y devaluación interna (moderación de salarios y precios).

En el ámbito fiscal, se han realizado estimaciones de multiplicadores fiscales en función de la situación de la economía y, también en este área, se ha avanzado en el análisis de los determinantes fundamentales de la deuda de las Administraciones Públicas Regionales y Locales, incluyendo las interacciones con otro tipo de pasivos, así como en los factores explicativos de los cambios en la estructura de dicha deuda.

En cuanto a la determinación de precios, se ha documentado un mayor grado de sensibilidad de los precios fijados por las empresas españolas al ciclo económico en la fase más reciente de la crisis y se han identificado algunos factores financieros, y otros relativos a la estructura competitiva de los mercados, como variables explicativas del comportamiento contracíclico de los márgenes empresariales.

En relación con los componentes de la demanda agregada, se ha llevado a cabo un análisis del comportamiento del consumo de los hogares españoles en la fase más reciente de la crisis.

En el ámbito del sector exterior, se ha profundizado en varias líneas de análisis puestas en marcha recientemente, incluyendo la relativa al impacto de la inversión extranjera directa en el empleo y la productividad de las empresas españolas y al efecto de las ganancias en competitividad no-precio en el comportamiento de las exportaciones españolas.

En materia de dinámica empresarial, se ha ahondado en el análisis de los factores institucionales que provocan una baja tasa de creación y destrucción de las empresas españolas, así como un reducido tamaño de estas, prestando especial atención a cómo el funcionamiento de los tribunales españoles de justicia afecta al nivel de empleo en las empresas nuevas y en las existentes. También se ha analizado la importancia de la aglomeración geográfica de las empresas españolas exportadoras para reducir los costes de exportación, sobre todo en casos en los que el producto se vende a regiones con instituciones débiles, con otra moneda o con una cultura diferente. Sobre la dinámica del empleo, se ha analizado la evolución de la demanda de habilidades a lo largo del ciclo económico que ha provocado, al igual que lo observado en otras economías desarrolladas, una polarización de ocupaciones a lo largo de la distribución salarial.

Por lo que respecta a cuestiones financieras, se ha estudiado la evolución reciente del crédito, tratando de caracterizar a las empresas receptoras de financiación y el impacto que los procesos de reestructuración del sistema bancario han podido tener sobre su evolución, y se ha analizado el uso de diversos procedimientos de insolvencia (concurso de acreedores, ejecuciones hipotecarias) por parte de las empresas españolas en dificultades financieras, tanto desde un punto de vista empírico como teórico.

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se han presentado y discutido en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales y, por otra parte, se han sometido a publicación en los canales habituales de la profesión.

En segundo lugar, el Banco de España mantiene establecidas varias series de seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional, entre ellos, un seminario de investigación económica de frecuencia semanal. Por lo que respecta a las reuniones científicas, la tercera de las vías tradicionales, el Banco de España ha organizado en 2013, en colaboración con otras instituciones, varias conferencias y seminarios:

- *International Financial Integration and Fragmentation: Drivers and Policy Response.*
- *Workshop on Expectations and Macroeconomics.*
- *Central Bank (R)evolutions* (organizada conjuntamente con el Banco Mundial).
- *XI Emerging Markets Workshop.*

Finalmente, se han patrocinado y organizado sesiones en congresos académicos, tales como los de la European Economic Association y LACEA-Asociación Económica de América Latina.

4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, la *Revista de Estabilidad Financiera* y el *Boletín Económico*, de frecuencia semestral y mensual, respectivamente, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Todas estas actividades se recogen en El Portal del Investigador, una sección del sitio web del Banco de España.

5 Supervisión y regulación

Al cierre del año 2013, las entidades de crédito sujetas a supervisión prudencial por parte del Banco de España eran 292. Además, el Banco de España supervisaba otras 131 entidades (véase cuadro 5.1).

5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

El Banco de España supervisa
292 entidades de crédito

El fin último del proceso de supervisión continuada es determinar y mantener actualizado el perfil de riesgo supervisor de cada entidad y tomar las medidas necesarias para contribuir a mejorarlo, incluyendo, en su caso, la adopción de medidas correctivas.

El número de actuaciones supervisoras llevadas a cabo en 2013 se ha elevado a 452, frente a las 306 del año 2012. De ellas, 96 se encontraban en curso o pendientes de cierre el pasado 31 de diciembre. Estas actuaciones supervisoras se distribuyen entre las tradicionales visitas de inspección (*in situ*) a las entidades y las actuaciones de seguimiento continuado, en muchos casos con presencia permanente en la entidad.

Hay que añadir también otros 753 trabajos relacionados con entidades de crédito, entre los que se incluyen la verificación de las políticas contables en materia de refinanciamientos y reestructuraciones de créditos, conforme a los criterios remitidos a las entidades el 30 de abril de 2013; los seguimientos generales periódicos; las revisiones de los informes de auditoría de las entidades de crédito; las revisiones anuales de los informes de autoevaluación del capital; el seguimiento de la liquidez; el análisis de los procesos de contribución al euríbor; y la evaluación, en estrecha cooperación con la EBA, de los planes de capital de las principales entidades para el mantenimiento del capital de acuerdo con las recomendaciones de la EBA.

El 67 % de los requerimientos
a las entidades se refirió a
riesgo de crédito y a políticas
de gestión y control interno

Tras las actuaciones supervisoras, se formularon 134 requerimientos a entidades, contenidos en 47 escritos. Los principales requerimientos y recomendaciones fueron los relativos a riesgo de crédito y a políticas de gestión y control interno, que representaron el 67 % del total.

	31.12.2013
Entidades de crédito	292
Bancos	73
Cajas de ahorros (a)	18
Cooperativas de crédito	67
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	86
Establecimientos financieros de crédito (b)	48
Otras entidades	131
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25
Establecimientos de compra y venta de moneda	9
Sociedades de tasación	46
Entidades de pago	48
Entidades de dinero electrónico	3
TOTAL	423

a Incluye 16 cajas de ahorros con actividad financiera directa e indirecta, pero no los bancos cabeceras de Sistemas Institucionales de Protección (SIP) de cajas de ahorros, incluidos como «bancos» (15 en total).

b Los establecimientos financieros de crédito (EFC) han perdido su consideración de entidades de crédito con fecha 1 de enero de 2014.

En enero de 2014 se ha verificado el cumplimiento final de las condiciones sobre política sectorial financiera establecidas en el MoU aprobado por el Eurogrupo el 20 de julio de 2012, que, desde esa fecha y a lo largo de 2013, ha permitido la reestructuración y recapitalización de entidades del sector bancario. Además, ha conllevado una revisión amplia del marco regulador y supervisor del sector bancario español (véase epígrafe 5.3).

Se ha avanzado a buen ritmo en la preparación del MUS

En 2013 también se ha avanzado a buen ritmo en la definición y preparación del MUS, que supondrá un cambio sustancial en el marco actual de las responsabilidades y procedimientos supervisores en la zona del euro. Como hito más relevante del período, cabe citar la aprobación por el Consejo de la UE, el pasado 15 de octubre, del reglamento que crea el MUS y que prevé la asunción efectiva por parte del BCE de las facultades de supervisión el 4 de noviembre de 2014. Los trabajos de preparación del MUS, realizados por el BCE en colaboración con las autoridades nacionales, se han centrado en la identificación de las entidades de crédito de la zona del euro que se incluirán en este mecanismo, la redacción del reglamento marco del MUS, la elaboración del manual de supervisión y la preparación de la denominada «evaluación global» (evaluación de la calidad de los activos y pruebas de resistencia).

Durante 2013, la supervisión del Banco de España ha continuado colaborando en la última fase de la reestructuración del sector financiero español: se efectuó la recapitalización de las entidades integradas en el grupo 2 del MoU, se traspasaron sus activos problemáticos a la Sareb y se realizaron los ejercicios de gestión de instrumentos híbridos en todas las entidades que lo requerían.

Como consecuencia de una inspección realizada en diciembre de 2013, la Comisión Ejecutiva del Banco de España sustituyó, el 14 de enero de 2014, al Consejo Rector de la Caja Rural de Mota del Cuervo por un administrador provisional del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y autorizó su adjudicación a Globalcaja en el marco de su proceso de resolución, de acuerdo con la propuesta del FROB. Esta fue la única entidad que requirió la adopción de medidas cautelares o de resolución.

El Banco de España ha potenciado en 2013 la revisión de la idoneidad de los altos cargos de las entidades financieras

El Banco de España potenció en 2013 la revisión de la adecuación de los administradores y directivos de las entidades supervisadas a las responsabilidades y funciones que les corresponde asumir, siguiendo las previsiones contenidas en la *Guía de la EBA sobre la evaluación de la adecuación de miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave*, de 22 noviembre de 2012, y en cumplimiento del Real Decreto 256/2013, de 12 de abril, que incorporó tales recomendaciones a nuestro ordenamiento jurídico.

Desde la entrada en vigor de la nueva normativa, se han llevado a cabo distintas actuaciones, entre las que cabe destacar: i) la constitución de un comité de expertos independientes, cuya función es informar los expedientes de valoración en los que concurren en el evaluado condenas o investigaciones relevantes en el ámbito penal; ii) la emisión de 245 informes de valoración de la idoneidad de los administradores y directivos; iii) el requerimiento a las entidades para la remisión de los procedimientos internos adoptados para la evaluación de sus altos cargos, y iv) la identificación, por parte de las entidades, de su personal clave y de los responsables de control interno.

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA Y DE COLABORACIÓN EN ACTUACIONES JUDICIALES PENALES

En 2013 se acordó la incoación de seis expedientes sancionadores

Durante el año 2013 el Banco de España acordó la incoación de seis expedientes sancionadores a los siguientes sujetos:

- Un banco y sus cargos de administración y dirección, por presuntos incumplimientos de la normativa sectorial en materias relacionadas con la presentación al Banco de España de un plan de actuación encaminado a paliar las debilidades económico-financieras de la entidad que amenazaban su viabilidad, los requerimientos de recursos propios mínimos y los mecanismos de control interno y gestión de riesgos de la entidad. Este expediente fue suspendido posteriormente por concurrir el supuesto de prejudicialidad penal previsto en el artículo 2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.
- Tres entidades de pago y sus respectivos administradores únicos, por presuntos incumplimientos de la normativa reguladora de su actividad en materia contable, nivel mínimo de recursos propios o salvaguarda de los fondos de clientes, entre otras.
- Una entidad de dinero electrónico y los miembros de su consejo de administración, por presuntos incumplimientos en materia contable, mecanismos de control interno de su actividad, recursos propios y salvaguarda de los fondos de clientes.
- Una entidad y su administrador único, por presunto ejercicio de actividades reservadas legalmente a las entidades de pago, sin la preceptiva autorización y sin hallarse inscrita en los correspondientes registros.

Se resolvieron cuatro expedientes sancionadores

Durante 2013, se puso fin a cuatro expedientes sancionadores incoados en años anteriores, con la adopción de las correspondientes resoluciones sancionadoras.

En dichas resoluciones resultaron sancionados:

- Un establecimiento de cambio de moneda y los miembros de su consejo de administración, por la comisión de dos infracciones muy graves. Se acordó la revocación de la autorización para la entidad y la inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier establecimiento de cambio de moneda para sus consejeros.

- Una entidad de pago y su administrador único, por la comisión de dos infracciones graves y una muy grave. Destacan las sanciones de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de pago o del sector financiero, acordadas para su administrador único.
- Dos sociedades, que ejercían actividades reservadas legalmente a las entidades de pago, sin la preceptiva autorización y sin hallarse inscritas en los correspondientes registros. Ambas fueron sancionadas con multas pecuniarias.
- Dos entidades y una persona física, por incumplimiento del régimen de participaciones significativas en entidades de crédito. Todos ellos fueron sancionados con multas pecuniarias.

Se atendieron más de 1.000 peticiones de órganos judiciales

En cumplimiento del deber de colaboración con los órganos judiciales, se han atendido 1.078 peticiones de información y colaboración procedentes de juzgados y tribunales de todos los órdenes jurisdiccionales.

Durante 2013 el Banco de España comunicó a la Fiscalía información relativa a actuaciones y operaciones que presentaban indicios de trascendencia penal, obtenida con ocasión de su actividad supervisora, respecto de dos entidades de crédito.

Asimismo, cabe destacar que durante el año 2013, el Banco de España ha colaborado activamente con juzgados y tribunales del orden jurisdiccional penal mediante las siguientes actuaciones:

- Se han designado peritos en ocho procedimientos penales seguidos contra entidades supervisadas y/o sus administradores.
- En cinco ocasiones se han elaborado informes y trasladado información a solicitud de la Fiscalía.
- Se han atendido treinta solicitudes de informe y remisión de documentación procedentes de distintos juzgados centrales de instrucción de la Audiencia Nacional y otros juzgados de instrucción, en el marco de distintas diligencias penales seguidas por la actuación de entidades de crédito y/o sus administradores.

5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

En el ámbito de la regulación prudencial, los cambios normativos introducidos durante 2013 suponen la continuación de las reformas, ya iniciadas en los años anteriores, encaminadas hacia un doble objetivo: avanzar en el proceso de saneamiento del sector financiero y reformar el marco operativo en el que tanto las entidades de crédito como otras entidades financieras supervisadas por el Banco de España desarrollan su actividad.

Entre los cambios normativos que pretenden mejorar el régimen jurídico de las entidades de crédito, destacan:

- *Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras.* Esta norma introduce los cambios reguladores imprescindibles para que la nueva normativa europea (CRR/CRD IV), a la que se dota del carácter de norma de ordenación y disciplina bancaria, resulte operativa desde la fecha de su

entrada en vigor, el 1 de enero de 2014. Se establece un paquete de medidas relativas a la supervisión y al gobierno corporativo de las entidades de crédito, y destaca el hecho de que los establecimientos financieros de crédito pierden su condición de entidad de crédito, si bien quedan sujetos al régimen previo a la entrada en vigor de esta norma, a la espera de una nueva legislación específica para ellos.

Se ha establecido el régimen jurídico de las cajas de ahorros y de las fundaciones bancarias

- *Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.* Esta norma regula, por un lado, el régimen jurídico de las cajas de ahorros, especificando su objeto y ámbito de actuación, así como su gobierno corporativo y, por otro, desarrolla la normativa referida a las fundaciones bancarias, cuya función principal será la gestión de su obra social y de su participación en las cajas de ahorros.
- *Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.*
- *Real Decreto 256/2013, de 12 de abril, por el que se incorporan a la normativa de las entidades de crédito los criterios de la Autoridad Bancaria Europea, de 22 de noviembre de 2012, sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave.* Esta norma adapta la regulación española sobre la materia introduciendo en ella modificaciones sustantivas en tres ámbitos: honorabilidad comercial y profesional, experiencia y buen gobierno.

Entre los cambios que inciden en el marco operativo en el que desarrollan su actividad las entidades supervisadas por el Banco de España se pueden resaltar:

- *Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.* Esta norma flexibiliza los requisitos que había establecido el Real Decreto-ley 27/2012, de 15 de noviembre, para poder aplicar la moratoria de dos años a los lanzamientos en las ejecuciones hipotecarias. Además, lleva a cabo una importante reforma del mercado hipotecario y amplía el ámbito de aplicación del Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos.
- *Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.* Esta norma establece mecanismos para llevar a cabo un seguimiento de determinadas incidencias que hayan podido derivarse de la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, creando mecanismos para ofrecer liquidez a las acciones recibidas en canje por los tenedores de dichos instrumentos.
- *Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.* Esta norma regula, en su disposición adicional decimoquinta, el régimen de transición para la completa desaparición de determinados indi-

ces o tipos de referencia privados de carácter oficial, aplicables a los préstamos o créditos hipotecarios.

La Orden ECC/747/2013 mejora la calidad y la cantidad de los datos incluidos en la CIR

- Orden ECC/747/2013, de 25 de abril, por la que se modifica la Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, sobre la central de información de riesgos. Esta norma introduce mejoras en la calidad y en la cantidad de datos que se incluyen en ese registro.

En cuanto al desarrollo de la normativa de ordenación y disciplina de las entidades de crédito, se materializó en las siguientes circulares del Banco de España:

- Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos, por la que se modifica la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a las entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y se deroga la Circular 3/1995, de 25 de septiembre, sobre la Central de Información de Riesgos.
- Circular 4/2013, de 27 de septiembre, a entidades de crédito, que modifica la Circular 3/2008, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, en lo que respecta a la definición de pequeñas y medianas empresas.
- Circular 5/2013, de 30 de octubre, por la que se modifican la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, así como la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos.

La Comisión Ejecutiva aprobó en abril nuevos criterios en materia de refinanciaciones y reestructuraciones de créditos

Por otro lado, y aunque no tuvo reflejo en ninguna modificación normativa, debe destacarse la comunicación aprobada por la Comisión Ejecutiva del Banco de España, en su sesión del 30 de abril de 2013, que contenía criterios relativos a la prudente aplicación de lo dispuesto en la Circular 4/2004 en materia de refinanciaciones y reestructuraciones de créditos en los aspectos de definición, documentación, seguimiento y revisión.

5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

Las entidades deben informar sobre el coste al que se financian y sobre las viviendas adjudicadas o en dación en pago

Durante 2013 se modificaron varios estados financieros y prudenciales. Además, en la Circular 1/2013, de 24 de mayo, se modificó la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, para incluir dos nuevos estados reservados referidos a negocios en España: uno relativo al «Coste de la financiación captada en el mes» y otro a la «Información sobre la entrega de viviendas adjudicadas o recibidas en pago de deudas procedentes de operaciones de crédito a los hogares para adquisición de vivienda».

Como consecuencia de la aprobación del Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (instituciones), por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012, los estados prudenciales de las instituciones, así como la mayor parte de los estados contables consolidados, han pasado a estar regulados desde 2014 por unas normas técnicas de aplicación emitidas por la Comisión Europea.

5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España gestiona la Central de Información de Riesgos (CIR), que contiene información individualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declaran-

tes (fundamentalmente las entidades de crédito) con su clientela. Esta información es utilizada por dichas entidades para la concesión y seguimiento de sus riesgos. También la emplea el Banco de España, junto con la relativa a los estados financieros y de recursos propios de las entidades de crédito, para la supervisión prudencial y demás funciones que tiene encomendadas legalmente, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

El número de riesgos declarados a la CIR descendió un 4,7 %

Durante 2013, ha descendido el número de riesgos declarados a la CIR, que han pasado de 29 millones a finales de 2012 a 27,6 millones al final de 2013 (un descenso del 4,7 %), y en cuanto al importe acumulado de estos, ha pasado de 3,4 billones de euros en diciembre de 2012 a 3,19 billones en diciembre de 2013, lo que supone un recorte del 6,2 %. Ha vuelto a disminuir el número de titulares distintos declarados en la CIR, pasando de 16,1 millones a finales del 2012 a 15,6 millones a finales del 2013 (un 3,3 % menos).

Se ha aprobado una circular que mejora los requerimientos de información a las entidades

La mejora de la información disponible en la CIR es una de las medidas incluidas en la Decisión del Consejo, de 23 de julio de 2012, dirigida a España, sobre medidas concretas para reforzar la estabilidad financiera. Tanto por dicho motivo como por la necesidad de disponer de una herramienta de análisis adaptada a las nuevas necesidades de la supervisión, se aprobó la Circular del Banco de España 1/2013, de 24 de mayo (modificada por la Circular 5/2013, de 30 de octubre), que básicamente establece una mejora de los requerimientos de información a las entidades, pasando de un sistema de declaración por saldos de riesgos titular a titular a otro de declaración operación a operación con mucho mayor detalle. Los nuevos requerimientos de información se irán incorporando paulatinamente hasta marzo de 2016.

5.6 ESTABILIDAD FINANCIERA

Se ha desarrollado una nueva herramienta para el seguimiento de la solvencia de las entidades españolas

El Banco de España ha desarrollado en 2013 el FLESB, una herramienta destinada a evaluar la solvencia de las entidades bancarias españolas ante diferentes escenarios macroeconómicos a lo largo de un determinado horizonte temporal. En concreto, se ha propuesto una metodología que permita llevar a cabo un análisis de sensibilidad utilizando los modelos propios del supervisor (*top-down*), enriquecido con numerosos elementos granulares (*bottom-up*) al nivel de préstamo, incluyendo sus garantías. Este instrumento, que podemos caracterizar en parte como macroprudencial, puede utilizarse para realizar un seguimiento regular de la situación de las entidades de depósito españolas.

6 Funciones operativas

6.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

El Eurosistema anunció que seguirá realizando subastas a tipo fijo con adjudicación plena hasta mediados de 2015

Durante 2013, los mercados financieros experimentaron una evolución positiva que contribuyó a una reducción significativa del exceso de liquidez del Eurosistema, materializada en buena medida mediante devoluciones anticipadas de fondos concedidos en las dos operaciones de financiación a tres años. En concreto, estos pagos alcanzaron unos 446 mm de euros, lo que representa el 37 % del total de la financiación otorgada en estas dos operaciones.

En relación con las operaciones regulares de financiación, el Eurosistema ha continuado aplicando en 2013 los procedimientos de subasta a tipo fijo con adjudicación plena. Hay que señalar además que el BCE anunció en mayo de 2013 que estos procedimientos se prorrogarían hasta mediados de 2014 y en noviembre de 2013 señaló que se extenderían hasta mediados de 2015. Estas decisiones acompañaron dos rebajas en el tipo oficial de interés en 0,25 puntos porcentuales, con lo que dicho tipo descendió durante 2013 desde el 0,75 % hasta el 0,25 %.

Respecto a los programas de compra de valores del Eurosistema, y en ausencia de operaciones del programa denominado de Operaciones Monetarias de Compraventa (*Outright Monetary Transactions*, OMTs, por sus siglas en inglés), se mantenían a finales de

2013 carteras procedentes de los otros tres programas de adquisición de valores: 41,6 mm de euros del primer programa de bonos garantizados, 15,4 mm de euros del segundo y 178,8 mm de euros del destinado a los mercados de valores. De ellos, en el balance del Banco de España se encontraban 5,5 mm, 2,3 mm y 21,7 mm de euros, respectivamente.

Las necesidades de liquidez de la zona del euro crecieron en 2013 un 29,7 % de media en relación con los niveles de 2012. Esta expansión viene explicada fundamentalmente por la contracción de las carteras de activos exteriores del Eurosistema. En 2013, la menor provisión de liquidez y el aumento de las necesidades de liquidez dieron lugar a una reducción, en términos medios, del exceso de liquidez, que pasó de 690 mm de euros en 2012 a 308 mm de euros en 2013. Este descenso se ha visto reflejado en el recurso a la facilidad de depósito, que pasó, también de promedio, desde 492 mm de euros en 2012 a 100 mm de euros en 2013.

Como promedio, la participación relativa de las entidades españolas en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema ha aumentado ligeramente desde el 29,8 % de 2012 hasta el 30,5 % de 2013. No obstante, desde el máximo del 34,1 % de agosto de 2012, la participación fue reduciéndose gradualmente en 2012 hasta situarse en el 32,1 % en diciembre de dicho año y cerró 2013 en el 28,8 %.

Además de las carteras del Eurosistema mencionadas anteriormente, el Banco de España gestionó una cartera propia de bonos de renta fija en euros, cuyo saldo medio alcanzó en 2013 un importe de 63 mm de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera, por su parte, se situaron de media en 31 mm de dólares. A 31 de diciembre de 2013, el total de activos en euros, divisas y oro alcanzaba los 96 mm de euros.

Por otro lado, a lo largo del año 2013, el Banco de España ha continuado realizando la gestión de una parte de las reservas exteriores del BCE. Como promedio, el volumen gestionado en este ámbito se situó en 7 mm de dólares estadounidenses.

6.2 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGO

El sistema español de grandes pagos TARGET2-Banco de España, componente español de TARGET2, ha funcionado de manera sólida y estable durante 2013, alcanzando una disponibilidad del 100 %. A lo largo del año, el sistema ha procesado cerca de 7,7 millones de operaciones, lo que supone un ligero incremento con respecto al año 2012 y en línea con lo observado para TARGET2 en su conjunto. En términos de importes, se han liquidado operaciones por más de 65 billones de euros, lo que representa un descenso del 26,3 % con respecto a las cifras registradas el año anterior. Este descenso, que también se ha observado para el conjunto del sistema, se ha debido en parte a un menor uso de las facilidades marginales de depósito a partir de julio de 2012, cuando se estableció un tipo de interés cero.

En lo relativo a pagos al por menor, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), gestionado por Iberpay, ha procesado 1.616 millones de operaciones, por un importe total de 1,5 billones de euros. En términos de volumen de operaciones, cabe destacar que en 2013 se produjo un cambio de tendencia al registrarse, por primera vez, un descenso interanual del 1,5 %. En cuanto a los importes procesados, se aprecia una disminución interanual del 5,2 %, superior a la registrada en el año 2012.

En relación con la SEPA, el Banco de España ha intensificado durante el año los esfuerzos de comunicación entre los diferentes actores del mercado (véase epígrafe 9.2.3) con el fin de incentivar la migración a las transferencias y adeudos SEPA.

Si bien en diciembre de 2013, solo el 71,4 % de las transferencias y el 4 % de los adeudos directos habían migrado a SEPA, en marzo de 2014 se completó la migración de las transferencias y a finales de mayo de 2014 los adeudos directos SEPA alcanzaron el 95 %.

6.2.1 La vigilancia de los sistemas de pago

El Banco de España ha seguido ejerciendo durante 2013 su labor de vigilancia de los sistemas de pago con el objetivo de contribuir a su seguridad y eficiencia. Una parte importante de la actividad se ha centrado en TARGET2 y el SNCE, complementándose con tareas dirigidas a la vigilancia de instrumentos de pago. Además, durante este año han tenido un especial protagonismo los trabajos dirigidos a implantar los nuevos principios elaborados por el CPSS-IOSCO, en el marco de vigilancia del Eurosistema.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

Como consecuencia de los acuerdos del Eurosistema para la fabricación de billetes en euros de forma descentralizada y mancomunada, el Banco de España asumió la responsabilidad de producir en 2013 un total de 904 millones de billetes: 558 millones de ellos de 10 euros de la segunda serie y los restantes 346 millones, de 50 euros de la primera serie. La fabricación de todos estos billetes se encargó a la Real Casa de la Moneda-FNMT.

Uno de los cometidos asignados al Banco de España es velar por la integridad de los billetes en euros en circulación. Con este objetivo, en 2013 se verificó la autenticidad y se clasificaron por estado de uso un total de 3.313 millones de billetes, cifra muy similar a la de 2012. De este volumen, resultaron no aptos para retornar a la circulación y, por tanto, destruidos 1.017 millones de billetes (el 31 % de los procesados, frente al 26 % en 2012). El incremento del porcentaje de destrucción respecto al del año anterior estuvo motivado, en gran medida, por la puesta en circulación de los nuevos billetes de 5 euros de la serie Europa y por la retirada progresiva de los de la primera serie, con su correspondiente destrucción.

El Banco de España tiene también encomendada la puesta en circulación y la retirada de las monedas acuñadas por cuenta del Estado. Esta actividad supuso la puesta en circulación de 732 millones de piezas y la retirada de 227 millones, con lo que la emisión neta se incrementó en 505 millones de piezas.

7 La función estadística del Banco de España

La función estadística del Banco de España está enmarcada en su Ley de Autonomía y en el Plan Estadístico Nacional. La Ley de Autonomía establece que el Banco de España deberá elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de los cometidos del SEBC. Las principales estadísticas que elabora el Banco de España son las relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés. En el marco del Plan Estadístico Nacional se elaboran la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional, las Cuentas Financieras de la Economía Española, la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y la Deuda Pública de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). En el caso de la EFF, durante 2013 culminaron los trabajos de depuración e imputación de las variables correspondientes a finales de 2011 y sus resultados principales se publicaron en el *Boletín Económico* de enero de 2014.

7.1 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2013

El Banco de España continuó participando en el proyecto de creación de una nueva base de datos de carteras de valores negociables (*Securities Holdings Statistics Database*, SHSDB). Estos trabajos, que concluirán en 2014, condujeron a la aprobación, por parte del BCE, de un Reglamento (BCE/2012/24) y de una Orientación (BCE/2013/7). También se ha seguido desarrollando el proyecto de modificación de la base de datos del registro de entidades financieras y de sus filiales.

7.1.1 Estadísticas monetarias y financieras

En cuanto a las estadísticas de instituciones financieras monetarias (balances y tipos de interés), fondos de inversión, fondos de titulización y sistemas de pagos, se ha trabajado en la modificación de los reglamentos del BCE para incorporar requisitos adicionales de datos (entre otros, los correspondientes a los préstamos renegociados, lo que permitirá obtener el flujo genuino de nueva financiación). También se inició la adaptación de la información de base para disponer de los nuevos requerimientos recogidos en estos reglamentos a partir de 2015.

Además, durante el año 2013, han proseguido las tareas para adaptar las estadísticas —en especial las cuentas financieras— a los requerimientos del nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales (SEC 2010), que entrará en vigor en 2014. Por otro lado, en colaboración con la autoridad supervisora europea de seguros y fondos de pensiones (EIOPA), se continúan desarrollando los trabajos para elaborar un reglamento del BCE por el que se recoja información de empresas de seguros, cuya aprobación está prevista en 2014. Por último, prosiguieron los preparativos para cumplir con los nuevos requerimientos del Protocolo del Déficit Excesivo (PDE), que se plasmaron en la edición de 2013 del *Manual de Déficit y Deuda Públicos*.

7.1.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Durante 2013, se continuó trabajando en la adaptación del sistema de información sobre transacciones económicas con el exterior a los reglamentos sobre pagos transfronterizos, así como en la adaptación de las estadísticas exteriores al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* y a los nuevos requisitos establecidos por la Comisión Europea y el BCE. Los cambios en el sistema de información, en la metodología y en los requisitos de difusión se van a implantar en 2014.

Se ha trabajado en la adaptación de la balanza de pagos a los cambios previstos para 2014

Dentro de este proceso, el trabajo en 2013 se centró principalmente en el análisis de los resultados de la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios del INE, tras su modificación en 2012, en estrecha colaboración con esta institución; en la implantación del nuevo sistema de declaración directa de operaciones y de saldos de activos y pasivos financieros frente al exterior, con la consecución progresiva de una población y calidad de información suficientes; en la concreción de los requerimientos de información para la Balanza de Pagos en la normativa que regula los estados financieros que deben enviar las entidades de crédito al Banco de España y en la determinación de los procedimientos de estimación de algunas rúbricas adicionales. También ha sido especialmente intenso el trabajo de adaptación de los procesos informáticos y de las bases de datos para preparar un sistema de balanza de pagos paralelo que pueda sustituir al antiguo en la fecha correspondiente.

7.1.3 Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

En 2013 se puso en funcionamiento la aplicación informática del Banco de España que integra la depuración de la información de la base *European Records of IFRS Consolidated Accounts* del Comité Europeo de Centrales de Balances (ERICA). Adicionalmente, en 2013 se obtuvieron nuevos detalles de información en la Central de Balances con los que se perfeccionaron los cálculos de los períodos medios de cobro y de pago en operaciones comerciales, se ampliaron los ratios disponibles con indicadores de posición financiera y sobre el margen empresarial y, por último, se difundieron nuevos ratios de la base de datos *Bank for the Accounts of Companies Harmonized* (BACH), en la que también colabora el Banco de España.

8 Conducta de mercado y reclamaciones

El nuevo Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones se centrará

La experiencia ha venido demostrando que las competencias del Banco de España en materia de conducta de mercado, transparencia informativa, buenas prácticas, información a los consumidores, educación financiera, resolución de conflictos y otras similares están fuertemente interrelacionadas. En consecuencia, el Banco decidió crear en julio el Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones, que se enmarca en su estrategia

en la información a los consumidores y en las buenas prácticas

para garantizar la correcta información a los usuarios de servicios bancarios, promover las buenas prácticas en el mercado, ofrecer un sistema eficaz para la resolución de conflictos y fomentar la educación financiera.

Entre las funciones del departamento figuran: centralizar los trabajos vinculados con la regulación financiera; atender y resolver las consultas y reclamaciones presentadas por los ciudadanos; velar por el cumplimiento de la normativa relativa a la publicidad; el tratamiento de los estados informativos sobre los tipos de interés y comisiones que las entidades aplican a sus clientes y sobre la actividad de sus servicios de atención al cliente, así como la verificación de sus correspondientes reglamentos internos. Este departamento está presente también en los foros internacionales más relevantes sobre conducta bancaria, protección de los consumidores de servicios financieros y resolución de disputas. Igualmente, es responsable, junto a la CNMV, del diseño y desarrollo del *Plan de Educación Financiera* (véase epígrafe 9.2.2), y del *Portal del Cliente Bancario*.

El número de reclamaciones recibidas aumentó un 246 % respecto a 2012

En 2013, y en especial en la segunda mitad del año, se ha registrado un notable incremento de las reclamaciones presentadas por ciudadanos y por empresas en relación con la oferta de productos y servicios bancarios. Con la información provisional disponible a 14 de febrero de 2014, en 2013 se recibieron 35.185 reclamaciones, lo que supone un incremento del 246 % sobre los expedientes del año 2012. Este significativo incremento se debe, principalmente, a las reclamaciones derivadas de la aplicación de los límites de tipo de interés previstos en las escrituras de préstamos hipotecarios, las denominadas «cláusulas suelo».

El número de consultas recibidas en el servicio de atención telefónica también ha aumentado en 2013, con un total de 3.584 telemáticas y 43.246 telefónicas, lo que supone incrementos del 129 % y del 163 %, respectivamente, sobre las atendidas en 2012. Adicionalmente, el *Portal del Cliente Bancario* atendió, durante el primer semestre, 3.524 solicitudes de información.

Por lo que respecta al seguimiento y control de la publicidad, el número de requerimientos de cese o rectificación de anuncios en prensa y en Internet ascendió a 554.

9 Comunicación externa

La política de comunicación del Banco de España se rige por un doble objetivo: mejorar el conocimiento sobre las funciones y actuaciones de la institución y contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero.

9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

La reestructuración financiera y los preparativos para el MUS, principales focos informativos en 2013

El progreso en la reestructuración del sistema financiero, junto a los preparativos para el MUS, han centrado las relaciones del Banco con los medios de comunicación en 2013. Así, la mayor parte de las intervenciones públicas de los directivos del Banco en este período han servido para detallar el conjunto de medidas adoptadas para reestructurar y sanear el sistema bancario y para explicar el proceso que conducirá a la asunción de competencias supervisoras por parte del BCE.

Como en el año anterior, en 2013 se registró un elevado número de solicitudes de entrevistas. Además del proceso de saneamiento del sector bancario, durante este ejercicio también despertó el interés de los medios la puesta en circulación del nuevo billete de 5 euros, el primero de la nueva serie Europa. En conjunto, los representantes del Banco han realizado casi una treintena de encuentros con medios de comunicación, la mitad de ellos internacionales. Cabe destacar la atención mediática que suscitó en marzo la inauguración en Madrid de la exposición itinerante del BCE sobre los nuevos billetes en euros,

que contó con la presencia del subgobernador del Banco de España y del miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Yves Mersch. Además, el Banco de España albergó en junio la conferencia de prensa del FMI para presentar las conclusiones de su análisis sobre la economía española. En 2013, el Banco organizó también una jornada formativa con el objetivo de mejorar el conocimiento que los periodistas tienen sobre las estadísticas elaboradas por la institución.

Al margen de estas actividades destinadas a la prensa, la principal vía de comunicación de los puntos de vista del Banco respecto a la situación económica y el sistema financiero son sus publicaciones periódicas —como el *Informe Anual*, el *Boletín Económico* y el *Informe de Estabilidad Financiera*—, así como las intervenciones públicas de sus directivos. En junio de 2013, el gobernador compareció ante el Congreso para presentar el *Informe Anual*, e hizo lo propio ante las Comisiones de Presupuestos del Congreso y del Senado en octubre y noviembre, respectivamente. Por su parte, el subgobernador, en calidad de presidente de la Comisión Rectora del FROB, compareció ante el Congreso en los meses de enero, abril y septiembre y ante el Senado en diciembre para dar cuenta de las actuaciones del FROB hasta ese momento. A partir del mes de abril, previa comunicación a los miembros de la Subcomisión sobre Reestructuración Bancaria y Saneamiento del Sistema Financiero del Congreso, el Banco de España comenzó a publicar los textos de estas comparecencias en su página web. En 2014, la rendición de cuentas del presidente del FROB se ha empezado a realizar ya en sesiones abiertas. Además de estas comparecencias, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en, aproximadamente, una treintena de foros nacionales e internacionales.

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

El sitio web del Banco de España y sus portales constituyen los canales más importantes de comunicación con la sociedad por su agilidad, eficiencia y coste. En 2013 ha sido premiado por la revista *Central Banking* como la mejor página web de un banco central.

9.2.1 Información al ciudadano

Las páginas visitadas del sitio web superaron los 29,5 millones, un 34 % más que en el año 2012

Las estadísticas de acceso corroboran la importancia de esta vía de comunicación. En el año 2013 hubo un total de 2,7 millones de visitantes y las páginas consultadas por los usuarios superaron los 29,5 millones, un 34 % más que en 2012. El sitio web consta de más de 7.000 páginas y más de 24.000 ficheros, y en 2013 se realizaron más de 200 proyectos de ampliación o mejora de los contenidos y de su arquitectura.

Junto con el sitio web, el Banco de España pone a disposición de los usuarios diversos portales que tienen por objeto cubrir las necesidades específicas de información de determinados segmentos. Entre ellos, destaca el *Portal del Cliente Bancario*, visitado por cerca de 985.000 usuarios, un 33 % más que en el ejercicio anterior.

El Banco atendió 59.658 consultas de empresas y de ciudadanos, un 28,4 % más que en 2012

Desde diversos puntos de información especializada, el Banco de España atendió el año pasado 59.658 solicitudes de información de empresas y de ciudadanos, a través del Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones, y del Servicio de Información Estadística.

Asimismo, se distribuyeron 47.951 unidades de material divulgativo del Banco de España y 23.152 ejemplares de productos informativos y educativos del Eurosistema y de la Comisión Europea. Además, desde el *Portal Educativo* se han descargado más de 32.500 elementos del diverso material educativo que se ofrece a través de este canal (folletos, presentaciones y vídeos).

9.2.2 Iniciativas educativas

El *Plan de Educación Financiera* llega a 30.000 alumnos de 3.º de la ESO

El *Plan de Educación Financiera* (PEF), patrocinado por el Banco de España y la CNMV, intensificó sus esfuerzos para introducir los principios básicos de la educación financiera en la enseñanza obligatoria. Durante el curso 2012-2013 se obtuvo el compromiso del Ministerio de Educación, Cultura y Deporte de introducir conceptos de educación financiera en Primaria y Secundaria, que se plasmará en la reforma curricular que se presenta en 2014 y que, en principio, comenzará a aplicarse durante el curso 2014-2015.

Durante este curso se desarrolló también una nueva edición del programa piloto propio del plan, en el que han participado unos 30.000 estudiantes de 3.º de la ESO de 450 centros públicos, concertados y privados de toda España. Como colofón al programa, se convocó entre los escolares participantes el primer premio de vídeos sobre educación financiera, en el que resultó galardonado el audiovisual del IES Pino Montano, de Sevilla.

La web *finanzasparatodos.es*, el portal dirigido a todos los públicos, se ha convertido en la web de referencia de educación financiera. Durante el año 2013, casi 1,2 millones de visitantes entraron en el dominio y descargaron más de 2,5 millones de páginas, en parte gracias a la difusión de la marca *Finanzas para todos* en las redes sociales (Facebook y Twitter).

El *Portal Educativo*, que aloja el Programa Educativo sobre Banca Central, multiplica por ocho el número de páginas consultadas respecto a 2012

El *Portal Educativo*, que reúne un gran número de recursos didácticos para fomentar el conocimiento del Banco de España y del Eurosistema, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, tal y como muestran las 1.700.000 páginas consultadas en 2013 (cifra que se ha multiplicado por ocho respecto a 2012) por cerca de 73.000 visitantes.

El *Aula Virtual*, la sección del *Portal Educativo* destinada a los alumnos de Bachillerato, promueve el conocimiento del Banco de España y de su misión como garante de la estabilidad de precios y de los sistemas financiero y de pagos.

El Banco de España dispone, tanto en su sede central de Madrid como en la red de sucursales, de un programa de visitas escolares e institucionales que en el año 2013 superó los 5.300 visitantes. Las visitas pueden ser concertadas a través del *Portal Educativo* del Banco de España.

Un total de 1.575 estudiantes de Bachillerato y de Formación Profesional de grado medio se ha inscrito en la tercera edición del concurso *Generación Euro*

En abril de 2013 se celebró en la sede del Banco de España la fase final de la segunda edición del concurso *Generación Euro*, resultando ganador el equipo del IES Josep Suredda i Blanes, de Palma de Mallorca, que, además de recibir un premio en el Banco de España, viajó a Fráncfort del Meno para participar, junto con el resto de los ganadores nacionales de la zona del euro, en una ceremonia celebrada en la sede del BCE y recoger un diploma de manos de su presidente, Mario Draghi.

En septiembre de 2013, el Banco de España convocó la tercera edición del concurso, que se desarrolló entre noviembre de 2013 y marzo de 2014. De los 4.447 alumnos europeos que superaron la primera fase del certamen, 1.385 eran estudiantes que cursaban sus estudios en centros educativos españoles, lo que supone un 30,9% del total.

9.2.3 Campañas de comunicación

9.2.3.1 Campaña SEPA

Para asegurar la migración eficiente de las transferencias y de los adeudos españoles a los instrumentos SEPA, el Banco de España impulsó una campaña institucional de ámbito nacional denominada *Date Cuenta* con el objetivo de informar a los diversos usuarios de los servicios de pagos de la implantación de SEPA y, en particular, de la fecha límite para que los nuevos instrumentos de pago fuesen utilizados de forma obligatoria.

En diciembre de 2013, se desarrolló la primera fase informativa de la campaña a través de la radio, la prensa escrita, los canales digitales, el portal informativo www.datecuenta.es y un servicio de atención telefónica. Ante la entrada en vigor de los nuevos esquemas el 1 de febrero de 2014, la campaña se reforzó con una segunda fase en enero de 2014 en la que se utilizaron los mismos canales.

9.2.3.2 Campaña sobre la serie Europa

Como miembro del Eurosistema, el Banco de España participó en la campaña informativa del Banco Central Europeo para la puesta en circulación de los billetes de la serie Europa. Entre las diversas iniciativas para informar del nuevo billete de 5 euros, destaca la creación del sitio web <http://www.nuevos-billetes-en-euros.eu> como principal canal de información sobre las características del nuevo billete y de la serie Europa. En el mes de noviembre se inició la campaña informativa para el nuevo billete de 10 euros.

9.2.4 Participación en iniciativas del Banco Central Europeo

Las actividades de comunicación institucional del Eurosistema se centraron en 2013 en el desarrollo de materiales para el público escolar — como el concurso *online La Carrera del Euro*— y en el desarrollo y distribución de soportes para la campaña de comunicación sobre la serie Europa. Coincidiendo con la puesta en circulación del nuevo billete de 5 euros, el Banco de España acogió la exposición *La nueva cara del euro* en su sede central. En las siete semanas que estuvo abierta, la exposición recibió cerca de 8.000 visitas.

10 Organización y administración interna

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2013, se situó en 2.645 personas. Se mantiene la tendencia al alza en el número de empleados con perfiles de mayor cualificación, que llega al 62 %, mientras que el grupo de empleados con menor cualificación es inferior al 7 %. El porcentaje de mujeres sigue aumentando paulatinamente y superó el 44 %.

10.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN

La plantilla total ascendió a 2.645 personas

En 2013 cambiaron de puesto 226 personas, un 9,6 % del total de empleados, y se cubrieron internamente 26 puestos de jefatura. Además, se puso en marcha un «ejercicio de movilidad horizontal» destinado a potenciar el cambio de actividad de los especialistas y expertos que llevaban al menos tres años en el mismo destino.

A lo largo del año, 53 empleados solicitaron excedencia para incorporarse a trabajar en diferentes organismos económicos internacionales. El BCE fue el destino preferente, seguido de la EBA.

El 73 % de la plantilla realizó un curso de formación en 2013

Se ha seguido potenciado la formación orientada a las necesidades organizativas y al desarrollo profesional, en especial a las derivadas de la puesta en marcha e implantación del MUS. En el conjunto del año se ha impartido una media de 62 horas de formación por empleado. El 73 % de la plantilla realizó un curso completo en 2013 y 169 empleados asistieron a cursos internacionales.

El Banco continúa acogiendo en cada curso académico a alumnos universitarios de grado y postgrado que quieren realizar sus prácticas académicas en el sector financiero. El año pasado, 85 estudiantes, pertenecientes a los cursos académicos 2012-2013 y 2013-2014, participaron en el programa de prácticas en las distintas áreas del Banco de España.

En 2013 se ha suscrito un convenio colectivo por unanimidad con los representantes legales de los trabajadores, con vigencia hasta el 31 de diciembre de 2014. El convenio no recoge incrementos salariales.

10.2 ADQUISICIONES Y SERVICIOS GENERALES

En el ámbito de contratación, se ha cumplido el Plan Anual aprobado para el ejercicio: se han tramitado 208 expedientes y un convenio, y han finalizado 38 contratos. Asimismo,

se han gestionado 143 prórrogas de contratos, renegociando los precios con reducción de costes. También se ha participado en varios proyectos desde la perspectiva de contratación conjunta del Eurosistema.

En la sede central de Cibeles se ha completado el proyecto completo de definición para la ejecución de un nuevo centro de proceso de datos y continúa la ejecución del proyecto de recuperación y restauración del antiguo Archivo General, que se ha visto ampliado a sus espacios aledaños para la mejora de la circulación y del acceso.

10.3 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

Durante el ejercicio 2013, se han gestionado 73 proyectos, realizándose importantes actuaciones en distintas aplicaciones e infraestructuras, entre las que destacan:

- Finalización de los desarrollos y comienzo de las pruebas del TARGET2-Securities (T2S), en el que el Banco de España es responsable de una parte importante del *software* del proyecto.
- Inicio del proyecto *Market Activities Processing System* (MAPS), desarrollado conjuntamente con el Banco de Francia y destinado a la gestión de la cartera de activos financieros.
- Puesta en funcionamiento del servicio ESCB-PKI (infraestructura de clave pública del SEBC), proporcionado por el Banco de España, que permite la emisión de certificados electrónicos para cualquier usuario de los bancos centrales de la Unión Europea.
- El Banco de España lidera el proyecto *ESCB Mail Program*, orientado a proporcionar un nuevo sistema de correo electrónico que permita el intercambio seguro de mensajes entre los miembros del SEBC.
- Desarrollo de un nuevo sistema de gestión de efectivo (GDI) que, siguiendo los estándares de comunicación establecidos con entidades externas y otros bancos nacionales (GS1), permite realizar la gestión de ingresos y disposiciones tanto de billetes como de monedas y posibilita el tratamiento de solicitudes y preavisos de ingreso de efectivo correspondientes a operaciones transfronterizas a través de la plataforma del Eurosistema *Data Exchange for Cash Services* (DECS).
- Implantación de la nueva plataforma para el intercambio de información financiera basada en XBRL. Como parte de la plataforma, se ha desarrollado una herramienta que ha sido utilizada por la EBA y por otros supervisores europeos.

Por último, en el ámbito de la continuidad de negocio, se ha desarrollado un catálogo de aplicaciones críticas, definidas como aquellas sobre las que están basados los procesos de negocio considerados vitales para el funcionamiento operativo del Banco de España.

10.4 POLÍTICA DOCUMENTAL CORPORATIVA

Se ha puesto en funcionamiento el Registro Electrónico del Banco de España

Un hito clave en el avance de la administración electrónica y la gestión documental ha sido la puesta en funcionamiento del Registro Electrónico del Banco de España el 25 de junio de 2013, configurado como un nuevo instrumento de presentación telemática de solicitudes, escritos y comunicaciones. Este nuevo servicio, que forma parte de la Oficina Virtual, es un paso más de los que el Banco de España viene dando en los últimos años en el desarrollo, potenciación y utilización de medios electrónicos en sus relaciones con los administrados, alineándose así con el marco jurídico

general de referencia conformado por la Ley 11/2007, de 22 de junio, de Acceso Electrónico de los Ciudadanos a los Servicios Públicos. Para facilitar la distribución de los documentos a los departamentos y para permitir el tratamiento electrónico durante su tramitación administrativa se han desarrollado mejoras en la aplicación de gestión documental corporativa.

En el año 2013 se definió el modelo de digitalización corporativo, incluyendo una solución de digitalización garantizada, que posibilitará simplificar y normalizar los procesos para mejorar su tramitación, así como los servicios públicos prestados por el Banco, además de avanzar en la implantación del modelo de administración electrónica con el fin de alcanzar la tramitación electrónica «real» de los expedientes y dotar de plena validez y eficacia jurídica a las copias realizadas de los documentos en papel producidos por el Banco y recibidos de terceros.

Se ha puesto en marcha un proyecto de recuperación de los archivos históricos de la banca en España

En abril de 2013 se inició un proyecto para la recuperación de los archivos históricos de la banca en España. Este complejo proyecto tiene como objetivo actualizar los procesos de fusiones y absorciones bancarias desde finales del siglo XIX hasta la actualidad, localizar los archivos de bancos y cajas de ahorros españoles que han desaparecido a lo largo del tiempo, bien por cese de actividad o por haberse integrado en otras entidades a través de fusiones o absorciones, y, por último, la elaboración de un catálogo de archivos históricos de la banca española.

10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

En 2013, el Banco de España continuó desarrollando su sistema de gestión de riesgos operacionales y, como en años anteriores, el área de riesgos mantuvo una intensa actividad internacional, participando en la implantación del sistema de gestión del riesgo operacional en el ámbito del Eurosistema/SEBC, copresidiendo el Grupo Internacional de Trabajo sobre Riesgo Operacional (IORWG, por sus siglas en inglés), integrado por 55 bancos centrales, y realizando diversas actuaciones de cooperación técnica.

Se ha contratado un nuevo auditor externo para las cuentas anuales del Banco de España

En relación con la elaboración de las cuentas anuales del Banco de España, se ha llevado a cabo la selección y contratación de un nuevo auditor externo para las cuentas anuales correspondientes a los ejercicios 2013-2017, de acuerdo con la normativa en vigor y cumpliendo el Código de Buenas Prácticas del Banco Central Europeo.

Por lo que respecta a la gestión presupuestaria y de costes, se intensificó la participación en el Comité de Costes del Eurosistema (COMCO), que consolidó su papel como comité de control financiero de los proyectos del Eurosistema, al tiempo que desarrolló metodologías para el análisis coste-beneficio de los proyectos e instrumentos para agilizar los procesos de control.

10.6 AUDITORÍA INTERNA

La auditoría interna tiene por objeto evaluar la eficacia, la suficiencia y la idoneidad de todos los sistemas y procedimientos establecidos para la gestión y el control de los riesgos.

La actividad del Departamento de Auditoría Interna (DAI) se establece mediante planes trienales de auditoría y, a partir de ellos, se elaboran los correspondientes planes anuales. Conforme al Plan Anual de 2013, derivado del Plan Trienal 2011-2013, el DAI ha realizado casi una veintena de auditorías y ha llevado a cabo el seguimiento de las recomendaciones emitidas en anteriores auditorías, tanto de las específicas del Banco de España como de las comunes al SEBC.

10.7 DEPARTAMENTO JURÍDICO

Durante 2013, el Departamento Jurídico ha dado respuesta a 1.171 consultas jurídicas de carácter interno realizadas por los distintos departamentos del Banco. En este

período se han tramitado, asimismo, 1.182 peticiones externas de información o colaboración procedentes de particulares, personas jurídicas u organismos públicos, y otras 421 procedentes del BCE, otros bancos centrales nacionales e instituciones europeas.

Se han cursado 54 denuncias relacionadas con la actividad de las entidades supervisadas o con la eventual utilización de denominaciones o ejercicio de actividades reservadas a las entidades de crédito. Durante 2013, se han iniciado 28 procedimientos judiciales en los que el Banco de España actuaba como demandante o demandado.

1 INTRODUCCIÓN

Las cuentas anuales del Banco de España, como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, aprobado por Resolución de su Consejo de Gobierno de 28 de marzo de 2000 (BOE del 6 de abril), comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Dichas cuentas han sido elaboradas de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España. Estas normas y principios están basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales nacionales (BCN) del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)¹, en virtud del artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, sobre normalización de procedimientos contables y de información relativos a las operaciones emprendidas por los BCN. En los casos no regulados por las normas contables del Eurosistema, el Banco de España aplica su propia normativa interna, basada en los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento Interno, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establecen el citado artículo 29 de su Reglamento Interno y el artículo 27 de los Estatutos del SEBC.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del ministro de Economía y Competitividad, aprobar el balance y las cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.g) de la citada ley, formular sus cuentas anuales.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Las correspondientes al ejercicio 2012 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2013. A estos efectos, hay que señalar que se ha reordenado la información de 2012 relativa a algunas cuentas de gastos, tal y como se detalla en las correspondientes notas explicativas de la cuenta de resultados. Las diferencias que, en algún caso, pudieran observarse en las sumas de las cifras registradas en el balance, la cuenta de resultados y las notas explicativas se deben a redondeos. Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio 2013. En su apartado 2 se presentan el balance y la cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2013; en el 3, la memoria explicativa, con la normativa contable que ha servido de marco de referencia para su elaboración, las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados, los cambios en el patrimonio neto y la gestión de riesgos; en el apartado 4, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas al Fondo de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose su importe.

Finalmente, en los anejos 1 y 2 se acompañan los informes emitidos por los auditores externos y por la Comisión de Auditoría del Banco de España respecto a las cuentas anuales presentadas en los apartados que les preceden.

¹ Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), y sus modificaciones posteriores.

2 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2013

En millones de euros

	Número nota	2013	2012	Variación
ACTIVO				
1 Oro y derechos en oro	1	7.887,81	11.418,40	-3.530,59
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		25.611,86	26.593,16	-981,30
2.1 Activos frente al FMI	2	5.593,31	5.907,82	-314,51
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	20.018,55	20.685,34	-666,79
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	4	2.175,35	2.576,94	-401,60
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		402,28	812,81	-410,53
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5	402,28	812,81	-410,53
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—	—
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	6	195.170,41	361.086,88	-165.916,47
5.1 Operaciones principales de financiación		17.106,70	45.735,00	-28.628,30
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo		178.063,59	315.351,79	-137.288,20
5.3 Operaciones temporales de ajuste		—	—	—
5.4 Operaciones temporales estructurales		—	—	—
5.5 Facilidad marginal de crédito		—	—	—
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,12	0,09	0,03
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro		3,78	0,87	2,92
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	7	88.211,85	96.930,56	-8.718,71
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria		29.586,07	32.989,53	-3.403,45
7.2 Otros valores		58.625,78	63.941,03	-5.315,26
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	8	1.943,37	2.915,05	-971,68
9 Cuentas intra-Eurosistema	9	53.105,07	40.078,29	13.026,78
9.1 Participación en el capital del BCE		1.077,72	1.078,50	-0,78
9.2 Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.782,87	4.783,65	-0,77
9.4 Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema		47.244,47	34.216,14	13.028,33
9.5 Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—	—
10 Partidas en curso de liquidación		2,12	1,04	1,08
11 Otros activos		6.457,70	7.269,06	-811,36
11.2 Inmovilizado material e inmaterial	10	257,97	263,67	-5,70
11.3 Otros activos financieros	11	25,25	45,70	-20,45
11.4 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	104,07	162,30	-58,24
11.5 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	13	4.492,89	4.825,31	-332,42
11.6 Diversos	14	1.577,52	1.972,07	-394,56
TOTAL ACTIVO		380.971,59	549.683,05	-168.711,46

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2013 (cont.)

En millones de euros

	Número nota	2013	2012	Variación
PASIVO				
1 Billetes en circulación	15	104.377,15	99.641,36	4.735,80
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	16	30.783,49	72.004,69	-41.221,20
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		15.949,79	12.851,75	3.098,04
2.2 Facilidad de depósito		14.833,00	59.046,50	-44.213,50
2.3 Depósitos a plazo		—	—	—
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,70	106,45	-105,74
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	17	0,63	110,01	-109,38
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		4.164,40	10.951,86	-6.787,46
5.1 Administraciones Públicas	18	2.116,77	9.009,99	-6.893,22
5.2 Otros pasivos	19	2.047,62	1.941,86	105,76
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	20	144,98	141,68	3,29
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		0,95	0,85	0,10
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		0,73	0,77	-0,03
8.1 Depósitos y otros pasivos		0,73	0,77	-0,03
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—	—
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	21	3.162,06	3.296,08	-134,02
10 Cuentas intra-Eurosistema	22	213.382,14	336.831,24	-123.449,10
10.2 Pasivos relacionados con la emisión de certificados de deuda por el BCE		—	—	—
10.3 Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema		—	—	—
10.4 Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		213.382,14	336.831,24	-123.449,10
11 Partidas en curso de liquidación	23	1.679,49	183,75	1.495,74
12 Otros pasivos		176,00	350,59	-174,59
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	24	—	—	—
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	25	55,74	237,54	-181,81
12.3 Diversos	26	120,27	113,05	7,22
13 Provisiones	27	9.013,67	7.806,34	1.207,33
14 Cuentas de revalorización	28	9.038,52	12.568,59	-3.530,07
15 Capital y reservas		1.899,81	1.950,00	-50,19
15.1 Capital	29	1.000,00	1.000,00	—
15.2 Reservas	30	899,81	950,00	-50,19
16 Beneficio del ejercicio	31	3.147,58	3.845,23	-697,66
TOTAL PASIVO		380.971,59	549.683,05	-168.711,46

CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2013

En millones de euros

	Número nota	2013	2012	Variación
1 Ingresos por intereses	1	6.388,48	8.223,84	-1.835,36
2 Gastos por intereses	2	1.721,62	3.116,53	-1.394,91
3 Ingresos netos por intereses (1 – 2)		4.666,86	5.107,31	-440,45
4 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	-1,94	132,25	-134,19
5 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	285,36	1,01	284,35
6 Dotaciones y excesos de provisión riesgos financieros	5	-1.268,68	-1.565,92	297,25
7 Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 – 5 + 6)		-1.555,98	-1.434,68	-121,29
8 Ingresos por honorarios/comisiones		17,55	19,32	-1,76
9 Gastos por honorarios/comisiones		10,64	12,04	-1,40
10 Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 – 9)	6	6,91	7,27	-0,36
11 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	221,36	89,58	131,78
12 Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	173,55	514,17	-340,62
13 Otros ingresos y quebrantos	9	120,88	-4,55	125,43
14 TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)		3.633,58	4.279,10	-645,52
15 Gastos de personal	10	217,83	210,91	6,92
16 Gastos en bienes y servicios	11	125,46	119,38	6,08
17 Amortización del inmovilizado	12	30,43	30,60	-0,17
18 Costes de producción de billetes	13	70,31	47,43	22,88
19 Otros gastos		3,21	2,92	0,29
20 TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)		447,25	411,24	36,01
21 Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	38,75	22,63	16,13
22 BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 – 20 – 21)	15	3.147,58	3.845,23	-697,66

V.º B.º
El gobernador,



LUIS M. LINDE DE CASTRO

El interventor general,



JAVIER PACIOS RODRÍGUEZ

3 MEMORIA EXPLICATIVA

3.1 Normativa contable

1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Las cuentas anuales del Banco de España muestran la imagen fiel de la situación patrimonial, financiera y económica de la entidad, habiéndose elaborado de acuerdo con los siguientes principios contables: prudencia, hechos posteriores a la fecha del balance, empresa en funcionamiento, devengo, consistencia y uniformidad, no compensación, correlación de gastos e ingresos, e importancia relativa, siendo estos principios acordes con los principios contenidos en las orientaciones e instrucciones contables del BCE.

2 CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas anuales se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado en los valores pertenecientes a la cartera de negociación, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Los futuros se valoran diariamente a precio de mercado, y las participaciones significativas en el capital de sociedades, a su valor teórico-contable.

En general, las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación, con la excepción de las operaciones a plazo con divisas, que son registradas en su fecha de contado. En caso de que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, las operaciones en divisas, tanto de contado como de plazo, se contabilizan en la fecha de contratación.

Los criterios de valoración concretos aplicados a los distintos activos y pasivos han sido los siguientes:

Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición², determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En caso de que el efectivo que se ha de desembolsar o de percibir venga establecido en una divisa diferente del euro, se convierte a euros al tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono o adeudo, respectivamente, a una cuenta de revalorización o de pérdidas.

Las minusvalías existentes a fin de ejercicio se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el precio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

En las operaciones temporales de oro contra divisas, la cesión del oro se registra en cuentas de orden, sin afectar a las cuentas patrimoniales. La divisa recibida a cambio se registra en el activo y, simultáneamente, en el pasivo, la obligación de devolverla. Las posibles diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan

² A 31.12.1998 se ajustó su precio de adquisición en función del precio de mercado existente en aquel momento, y se abonaron las plusvalías latentes a cuentas de revalorización. Estas plusvalías se traspasarán a resultados cuando se realice la venta del activo y es posible utilizarlas para compensar minusvalías.

zan como si se tratara de una operación de compraventa independiente al vencimiento de la operación.

Divisas

Las operaciones de compraventa de divisas al contado se contabilizan en su fecha de liquidación, y afectan a la posición en moneda extranjera desde esa fecha. Las pérdidas y ganancias derivadas de las operaciones de venta de divisas al contado se consideran, igualmente, realizadas desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizan en cuentas fuera de balance en la fecha de contado de la operación, afectando a la posición en divisas y considerándose el resultado de la operación realizado en dicha fecha. En caso de que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, las operaciones se contabilizarán en la fecha de contratación.

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que, en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas, la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de aquella no afectan al valor contable de dicha posición.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

Los intereses devengados en moneda extranjera se contabilizan diariamente, empleándose, generalmente, el tipo de cambio medio de mercado del día. En caso de no poder disponer del tipo del día, se aplica el último tipo de cambio medio de mercado disponible. Las cuentas de periodificación que recogen los intereses devengados en divisas a cobrar o pagar forman parte de la posición en divisas.

Las divisas son objeto de regularización mensual, valorándose a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes monedas. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías a fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y a cuentas de pérdidas.

Las minusvalías existentes a fin de año se registran en la cuenta de resultados del ejercicio, afectando, en ese caso, al coste medio de la divisa de que se trate. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

Billetes extranjeros

Se aplican los mismos criterios establecidos en el apartado anterior para las divisas.

Derechos especiales de giro

Los derechos especiales de giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los derechos especiales de giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.

Valores

El Banco de España mantiene tres carteras de valores diferenciadas: una cartera de valores de negociación, una cartera de valores a vencimiento y una cartera de política monetaria (creada de acuerdo con las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE de 7 de mayo y de 4 de junio de 2009, de 9 de mayo de 2010 y de 6 de octubre de 2011).

En los tres casos, los valores se contabilizan inicialmente por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate. No se permite la realización de ventas de los valores pertenecientes a la cartera a vencimiento, excepto en circunstancias excepcionales y debidamente autorizadas³.

Los valores de la cartera de negociación son objeto de regularización mensual, valorándose a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías a fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y a cuentas de pérdidas. Las minusvalías existentes a fin de año se registran en la cuenta de resultados del ejercicio, abonándose su importe directamente en la cuenta de valores y modificándose el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores. Para la regularización de fin de ejercicio se utilizaron los precios de mercado referidos al último día del año.

Sobre los valores de la cartera a vencimiento y de la cartera de política monetaria, constituida igualmente por valores adquiridos a vencimiento, no se efectúa ningún proceso periódico de valoración, exceptuando el reconocimiento, en su caso, de la pérdida de valor por deterioro del activo.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleándose para su cálculo la tasa interna de rendimiento para cada código-valor dentro de cada cartera. Estas periodificaciones se realizan diariamente.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado, en el caso de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, por lo que se traspasarán estos importes a euros, según se establece en el apartado «Divisas».

Operaciones temporales
con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.

En los préstamos directos de valores, la adquisición y la cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrándose cada una de ellas de acuerdo con las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

Los préstamos automáticos de valores (contratos que facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones esta-

³ Los valores clasificados como mantenidos hasta su vencimiento podrán venderse antes de este en cualquiera de las circunstancias siguientes: a) si la cantidad objeto de venta no se considera significativa en comparación con el volumen total de la cartera de valores mantenidos hasta su vencimiento; b) si la venta de los valores se produce en el mes de la fecha de vencimiento, y c) en circunstancias excepcionales, tales como un deterioro significativo de la solvencia del emisor, o tras una decisión expresa de política monetaria del Consejo de Gobierno.

blecidas en el propio contrato) no son objeto de registro en el balance, contabilizándose exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.

Activos en situaciones especiales

Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotándose sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea

Se valoran por su nominal.

En relación con las operaciones de política monetaria realizadas por los bancos centrales del Eurosistema, el BCE establece las condiciones en que deberán efectuarse dichas operaciones, así como la necesidad de obtener garantías adecuadas sobre ellas. Asimismo, el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC y del BCE establece que el Consejo de Gobierno podrá decidir que los bancos centrales nacionales sean indemnizados, en circunstancias excepcionales, por las pérdidas específicas derivadas de las operaciones de política monetaria del Eurosistema, y que dicha indemnización adoptará la forma que considere adecuada el Consejo de Gobierno, pudiendo compensarse dichos importes con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales (véanse nota 27 del balance y nota 8 de la cuenta de resultados).

Créditos al Estado

De acuerdo con lo establecido en la Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), se valoran por su nominal (véanse notas 8 y 27 del balance y nota 5 de la cuenta de resultados).

Acciones y participaciones

Las acciones del Banco de Pagos Internacionales y la participación en el Banco Central Europeo se valoran por su precio de adquisición.

Activos fijos materiales e inmateriales

Se consideran inmovilizado aquellos activos no financieros propiedad del Banco que se espera utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyen, directa o indirectamente, al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, siendo además posible una valoración fiable de su coste.

Como criterio general, el inmovilizado se valora inicialmente por su precio de adquisición, entendiéndose por tal el importe de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, incluidos los costes directamente relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar en la forma prevista, tales como transporte, instalación, honorarios profesionales por servicios legales, impuestos no recuperables y el valor razonable de las demás contraprestaciones entregadas.

Los descuentos comerciales y los realizados por defectos en los activos recibidos se registran como menor valor de adquisición de aquellos. Por su parte, los descuentos por pronto pago y los realizados por retrasos en el plazo de entrega pactado se contabilizan en la cuenta de resultados dentro de otros ingresos, o como un menor gasto, en su caso, sin afectar al precio de adquisición del bien adquirido.

No se consideran inmovilizado aquellos activos que, aunque cumplan las condiciones para ser considerados como tales, no superen, en general, el importe de 600 euros (6.000 euros en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones, justificadas normalmente por motivos de control.

Solo se activan las ampliaciones, sustituciones, renovaciones y mejoras del inmovilizado que superen el límite de 6.000 euros y cuando, además, sea posible registrar la baja contable de las partes sustituidas, o cuando dichas partes se encuentren totalmente amortizadas.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas específicamente para el Banco de España cuyo coste no supere la cantidad de 300.000 euros serán contabilizadas directamente como gastos, sin que proceda realizarse su activación posterior.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas para el conjunto del Eurosistema se darán de alta como inmovilizado por el correspondiente precio de adquisición, que se calculará, normalmente, en función de la clave de participación del Banco de España en el capital del BCE, aplicada al coste de adquisición total del proyecto.

Después de su reconocimiento inicial, el inmovilizado se valora al precio de adquisición minorado por la amortización acumulada y por las eventuales pérdidas por deterioro.

El coste de adquisición de un inmovilizado, neto de su valor residual, se amortiza sistemáticamente durante su vida útil, de forma lineal, con carácter mensual y comenzando a partir del mes siguiente al de su fecha de contabilización. Con carácter general, se estima un valor residual nulo para todos los elementos amortizables del inmovilizado, salvo cuando exista un mercado profundo y líquido para activos similares del que se pueda derivar el valor residual. Los terrenos, patrimonio histórico-artístico e inmovilizado en curso no se amortizan.

Los coeficientes de amortización y la vida útil estimada para los distintos elementos del inmovilizado aplicados en 2013 han sido los siguientes:

	Coeficiente de amortización (%)	Vida útil (años)
Edificios y construcciones	2	50
Obras de remodelación	4	25
Instalaciones	10	10
Instalaciones de seguridad	20	5
Mobiliario y enseres	10	10
Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas	10	10
Otras máquinas de oficina	20	5
Equipos para procesos de información	25	4
Elementos de transporte. Coches y motos	25	4
Elementos de transporte. Camiones y autocares	10	10
Fondo bibliográfico	10	10
Otro inmovilizado material	20	5
Aplicaciones informáticas	20	5
Propiedad industrial	—	Número de años de uso exclusivo

Existe deterioro en un activo cuando su valor en libros supera al valor recuperable, en cuyo caso, y solo si se trata de importes relevantes, se reconoce una pérdida por deterioro, reduciéndose de forma simultánea el valor en libros del elemento y modificándose su base amortizable.

El BCE y los BCN que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes en euros desde el 1 de enero de 2002⁴. El valor total de los billetes en euros en circulación se contabiliza asignando a cada banco central del Eurosistema, el último día hábil de cada mes, un importe en función de su clave de asignación de billetes⁵.

Al BCE se le ha asignado una participación del 8 % del valor total de billetes en euros en circulación, mientras que el 92 % restante se ha asignado al conjunto de los BCN y se reparte entre ellos de acuerdo con sus respectivas claves en el capital del BCE. La parte de los billetes asignada a cada BCN se muestra en la rúbrica «Billetes en circulación» del pasivo de sus correspondientes balances.

La diferencia entre el valor de los billetes en euros asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes en euros que, de hecho, pone en circulación da lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses⁶, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema. Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en este apartado sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes en euros se ajustaron para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN que inicialmente formaron parte del Eurosistema, en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinaron teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período de referencia establecido⁷ y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se fueron reduciendo anualmente hasta el final de 2007. No obstante, este mecanismo también se ha aplicado en el caso de nuevos Estados miembros que han adoptado el euro, de forma que se calcula el importe del ajuste que le corresponde a cada uno de ellos según el método de cálculo mencionado, distribuyendo este ajuste entre el resto de bancos centrales nacionales de acuerdo con sus respectivas claves. Este ajuste se reduce de forma paulatina durante un período de seis años, manteniéndose inalterado durante cada ejercicio.

Los ingresos y los gastos por intereses sobre los saldos intra-Eurosistema relacionados con la asignación de billetes se liquidan con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

Los ingresos del BCE por los billetes en euros en circulación que tiene asignados y por los valores adquiridos conforme al programa para los mercados de valores se asignan a los BCN íntegramente en el mismo ejercicio en que se devengan⁸. La liquidación de estos

4 Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes en euros (BCE/2010/29) y su posterior modificación.

5 Se denomina «clave de asignación de billetes» a la que resulta de aplicar un 92 % a la clave de participación en el Eurosistema.

6 Decisión del Banco Central Europeo de 25 de noviembre de 2010, sobre la asignación de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de Estados cuya moneda es el euro (BCE/2010/23).

7 Se considera un período de 24 meses, comenzando 30 meses antes de la fecha de introducción del efectivo en euros.

8 Decisión del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2012 (BCE/2012/33), que modifica a la Decisión del Banco Central Europeo de 25 de noviembre de 2010 (BCE/2010/24), sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores.

ingresos tiene lugar el último día hábil del mes de enero del ejercicio siguiente, en forma de distribución provisional del beneficio. El importe a repartir de los ingresos del BCE procedente de los billetes en euros en circulación podrá reducirse, previa decisión del Consejo, por los costes en que haya incurrido el BCE en la emisión y manejo de los billetes. El Consejo de Gobierno del BCE decidirá si deben retenerse, total o parcialmente, los ingresos procedentes de la mencionada cartera y de los billetes en euros en circulación, en la medida necesaria para garantizar que el importe de los ingresos distribuidos no sobrepase el beneficio neto del BCE en ese ejercicio. El Consejo de Gobierno del BCE puede decidir también que dichos ingresos se transfieran, en todo o en parte, a una provisión del BCE para la cobertura de riesgos de tipo de cambio e interés, riesgo de crédito y riesgo de fluctuación de la cotización del oro. El importe distribuido entre los bancos centrales nacionales se muestra dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones» en el año en que estos ingresos se han devengado.

Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este y el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET2⁹ entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema. También dan lugar a este tipo de cuentas los saldos frente al BCE resultantes de la asignación de billetes en euros en el Eurosistema. Igualmente, el resultado de la aportación y asignación de los ingresos monetarios entre los BCN y las posiciones frente a él por el aplazamiento de cobros y pagos diversos producen la existencia de saldos intra-Eurosistema.

En el caso de las operaciones TARGET2, el saldo resultante se incluye como activo o pasivo, según corresponda, en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)» del balance. Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes en euros en el Eurosistema se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en este apartado sobre normativa contable).

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y los gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas, tanto realizadas como latentes, se traspasan a la cuenta de resultados. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos, se utiliza el método del coste medio para los valores y el LIFO diario para las divisas y el oro. Para los contratos de futuros de tipo de interés se emplea el método FIFO. En caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se registran en la cuenta de resultados en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

⁹ Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como menores o mayores ingresos por intereses y se periodifican a lo largo de la vida residual de los activos, junto con los cupones que se van devengando, de acuerdo con el método de la tasa de interés efectiva.

Plan de Pensiones

El Plan de Pensiones para los empleados del Banco se encuadra entre los denominados «de empleo», en la categoría de aportación definida. El Fondo en el que se integra dicho Plan es de carácter externo y de tipo cerrado. Las contribuciones que realiza el Banco de España por los empleados incorporados a aquel con posterioridad al 1 de febrero de 1986, que formen parte del Plan y tengan derecho a ello, se consideran un gasto corriente del ejercicio al que corresponden¹⁰.

Provisiones

Dentro del pasivo del balance, y en aplicación del principio de prudencia, se constituyen aquellas provisiones aprobadas por la Comisión Ejecutiva del Banco de España que se estiman necesarias para cubrir adecuadamente, de acuerdo con criterios objetivos, los riesgos derivados de las posiciones patrimoniales mantenidas, así como otros quebrantos y pérdidas de diversa naturaleza (véase nota 27 del balance)

Derivados financieros

La posición neta resultante de las operaciones a plazo y *swaps* con divisas, así como las diferencias de valoración por tipo de cambio generadas por dicha posición, se reflejan dentro del balance en el epígrafe 11.4 del activo o en el 12.1 del pasivo, de acuerdo con su signo

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio. La diferencia entre el tipo de cambio *spot* y *forward* se registra como un ingreso o gasto por intereses, que podrá ser en euros o en divisas, en cuyo caso formará parte de la posición en divisas.

En futuros de tipos de interés los resultados se consideran realizados en el momento en que se produce la liquidación diaria por diferencias. Al tratarse de futuros denominados en moneda extranjera, las citadas liquidaciones afectarán a la posición en divisas en el día en que se produzcan.

3 ASPECTOS RELEVANTES DE LAS ESTIMACIONES REALIZADAS

En la elaboración de las presentes cuentas anuales se han utilizado estimaciones realizadas por el Banco para cuantificar algunos de los activos, pasivos, ingresos, gastos y compromisos, y en especial en la cuantificación de las provisiones (véase nota 27 del balance). Por lo que se refiere a las operaciones de política monetaria, al realizarse de forma conjunta en el Eurosistema, también se han considerado las estimaciones realizadas por el Eurosistema [véanse notas 6 y 7.a) del balance].

Estas estimaciones se han realizado sobre la base de la mejor información disponible a cierre del ejercicio 2013, y pudiera ser que acontecimientos que, en su caso, tengan lugar en el futuro obliguen a modificarlas en los próximos ejercicios, lo que se realizaría de forma prospectiva, de acuerdo con la normativa contable vigente.

¹⁰ Las contribuciones que realiza el Banco de España están establecidas en el 7,5% del denominado «sueldo regulador», compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, si bien durante 2013 y en aplicación del artículo 22.tres de la Ley 17/2012, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2013, no se han realizado dichas aportaciones.

4 ACONTECIMIENTOS
POSTERIORES AL CIERRE
DEL BALANCE

El activo, el pasivo y la cuenta de resultados se ajustan en función de los hechos que se produzcan entre el final del ejercicio y la fecha de formulación de las cuentas anuales, en caso de que tales hechos afecten de manera relevante a la situación patrimonial del Banco de España a fin de año. Los hechos producidos después del cierre del ejercicio que no afecten a los activos y pasivos en dicha fecha no determinan ajustes a aquellos, aunque, si son de importancia, se ponen de manifiesto en las notas de la memoria explicativa.

3.2 Notas explicativas
al balance

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 7.887,81 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy¹¹ de oro fino, valoradas a un precio de mercado de 871,22 euros por onza. Estas tenencias no han variado durante el ejercicio. Su valor es inferior en 3.530,59 millones de euros al de 2012, como consecuencia de la disminución del precio de mercado (al cierre de 2012 la onza cotizaba a 1.261,18 euros), habiéndose registrado esta reducción dentro de las cuentas de revalorización del pasivo. El precio de coste de las tenencias de oro es de 850,43 millones de euros.

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

2 ACTIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA FRENTE
A NO RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO.
ACTIVOS FRENTE AL FMI

Este epígrafe está integrado por tres componentes:

- a) La posición en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el tramo de reservas. Representa el contravalor en euros de los DEG correspondientes a las divisas cedidas al FMI, bien por la participación inicial de España en dicho organismo y por las sucesivas ampliaciones de aquella, bien por la financiación neta otorgada al FMI. La cuota de España en el FMI es de 4.023,40 millones de DEG, y está reflejada en el activo del balance únicamente la parte desembolsada en divisas.
- b) Los derechos especiales de giro (por asignaciones). Representan el contravalor en euros resultado de las sucesivas asignaciones de dicha divisa realizadas por parte del FMI y su posterior disposición. Estas asignaciones las realiza el FMI por el simple hecho de pertenecer a él y su contrapartida se registra en el epígrafe 9 del pasivo del balance «Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI», denominada también en DEG. Las variaciones en su saldo se deben, esencialmente, a operaciones de acuerdos de préstamos a terceros países que se pagan con cargo a esta cuenta, y al cobro o pago de intereses por las posiciones que se mantienen frente al FMI.
- c) Otros activos frente al FMI. Refleja el importe que el Banco de España ha entregado al FMI como contribución al servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (PRGT¹²), los nuevos acuerdos de préstamos (NAB¹³) y el Acuerdo de Préstamo Bilateral firmado entre el FMI y el Reino de España en 2013. Por los PRGT, el Banco de España mantiene un compromiso de contribución a través de préstamos a bajo interés para los países más pobres de hasta 830 millones de DEG, ascendiendo el importe dispuesto a fin de 2013 a 320 millones de euros (286,15 millones de DEG). El acuerdo NAB, firmado como apoyo a la capacidad del FMI para suministrar asistencia financiera a sus miembros, ha supuesto un compromiso financiero de hasta 6.702,18 millones de DEG, habiendo dispuesto hasta final de 2013 de 972,36 millones de euros (869,50 millones de DEG). El Acuerdo de Préstamo Bilateral ha supuesto

11 Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

12 *Poverty Reduction and Growth Trust.*

13 *New Arrangements to Borrow.*

un compromiso de 14.860 millones de euros, del cual no se ha dispuesto ninguna cantidad.

Los DEG en que están denominados los activos frente al FMI aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los BCN del Eurosistema, de 1 € = 0,894214 DEG. Los DEG se definen en términos de una cesta de monedas. Su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas más importantes: dólar USA, euro, yen japonés y libra esterlina. El tipo de interés del DEG, que se actualiza semanalmente, se ha mantenido en un promedio del 0,08 %, con un máximo del 0,13 % y un mínimo del 0,03 % durante el ejercicio.

La composición del epígrafe en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2013	2012	Variación
Posición en el tramo de reservas	1.179,29	1.476,44	-297,15
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	3.121,65	3.131,73	-10,08
Otros activos frente al FMI	1.292,37	1.299,65	-7,28
TOTAL	5.593,31	5.907,82	-314,51

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 314,51 millones de euros respecto a su saldo a final de 2012.

La disminución que se produce en la cuenta de la posición en el tramo de reservas por 297,15 millones de euros se debe al efecto conjunto de una serie de factores:

- Aumento de 148,39 millones de euros (127,30 millones de DEG) por las aportaciones netas efectuadas por el Banco de España al FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Grecia, Portugal e Irlanda). Normalmente estos préstamos se han materializado en euros a través de pagos por TARGET2.
- Disminución de 395,56 millones de euros (339,33 millones de DEG) por las devoluciones de préstamos por países deudores (Rumanía, Hungría, Grecia y Bosnia). Estos cobros se han materializado en euros.
- Disminución de 49,98 millones de euros por la variación del tipo de cambio del DEG respecto al euro.

La cuenta de los derechos especiales de giro (por asignaciones) ha disminuido en 10,08 millones de euros, debido al efecto conjunto de una serie de factores:

- Aumento de 269,48 millones de euros (231,17 millones de DEG) por compras de DEG a requerimiento del FMI, por el cobro de DEG derivado de amortizaciones parciales de algunos préstamos PRGT y por el cobro de los intereses generados por nuestras posiciones activas frente al FMI.
- Disminución de 147,25 millones de euros (126,32 millones de DEG) por ventas de DEG a requerimiento del FMI y por el pago de los intereses de nuestras posiciones pasivas frente al FMI.

- Disminución de 132,31 millones de euros por el efecto de la variación de los tipos de cambio de mercado.

La cuenta de otros activos frente al FMI, que recoge los préstamos concedidos bajo los acuerdos NAB y bajo el programa PRGT, ha experimentado una disminución de 7,28 millones de euros, que se explica por el efecto conjunto de una serie de factores:

- En los préstamos NAB, se ha producido un incremento neto de 78,45 millones de euros (67,30 millones de DEG). Los motivos que lo explican son los nuevos préstamos NAB concedidos, por 162,38 millones de euros (139,30 millones de DEG), y las amortizaciones parciales del primer préstamo NAB concedido a Grecia, por 83,93 millones de euros (72,00 millones de DEG). Estos préstamos denominados en DEG se han materializado mediante pagos en euros.
- En el caso de los PRGT, se ha producido una disminución de 30,96 millones de euros (26,56 millones de DEG) por amortizaciones parciales de estos préstamos. Estos préstamos se realizan en DEG.
- Disminución de 54,78 millones de euros por la variación del tipo de cambio de mercado.

3 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO. DEPÓSITOS, VALORES, PRÉSTAMOS Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES

Se recogen en este epígrafe las cuentas corrientes, los depósitos, los valores de renta fija de la cartera de negociación y a vencimiento, y otros activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. La cartera a vencimiento está formada por valores de renta fija que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su amortización.

Su importe total a 31 de diciembre de 2013 se eleva a 20.018,55 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2013	2012	Variación
Depósitos	151,00	132,07	18,93
Valores	19.859,53	20.549,07	-689,54
Cartera de negociación	10.933,43	14.523,61	-3.590,18
Cartera a vencimiento	8.926,10	6.025,46	2.900,64
Otros	8,01	4,19	3,82
TOTAL	20.018,55	20.685,34	-666,79

A 31 de diciembre de 2013, el 90,14 % de estos activos estaba denominado en dólares USA y el 9,84 % en yenes. El contravalor en euros de estos dólares y yenes se ha trasladado al balance al cambio de mercado de cierre del ejercicio (1 € = 1,3791 \$ USA y 1 € = 144,72 yenes).

La disminución del saldo de este epígrafe (666,79 millones de euros) se debió al efecto neto de las causas que se mencionan en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Causas de la variación	Importe
Por variación de la inversión neta	828,42
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	-1.356,20
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	-49,40
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	-89,65
Otras causas	0,05
TOTAL	-666,79

4 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta rúbrica del balance puede incluir cuentas corrientes, depósitos y valores. A 31 de diciembre de 2013 se mantenían depósitos a plazo en dólares USA en instituciones financieras por un contravalor de 2.175,33 millones de euros (3.000 millones de dólares USA).

La disminución del saldo de esta rubrica en 401,60 millones de euros respecto del año anterior se debe a que en los últimos meses del año 2013 han dejado de realizarse compras temporales con compromiso de reventa con las entidades de crédito del Eurosistema, en relación con el programa para proporcionar liquidez a corto plazo en dólares USA, cuyo saldo al final del ejercicio anterior ascendía a 303,17 millones de euros. También se debe a la variación del tipo de cambio del dólar USA respecto del euro, que ha supuesto una disminución del contravalor en euros (80,00 millones) de los depósitos a plazo en dólares USA mencionados en el párrafo anterior.

5 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO. DEPÓSITOS, VALORES Y PRÉSTAMOS

Recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales y los valores de la cartera de negociación y a vencimiento denominados en euros. La cartera a vencimiento está formada por valores de renta fija que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su amortización.

En el siguiente cuadro puede verse el detalle de esta rúbrica:

En millones de euros

Tipo de activo	2013	2012	Variación
Depósitos	0,11	0,11	—
Valores	402,17	812,69	-410,53
Cartera de negociación	—	—	—
Cartera a vencimiento	402,17	812,69	-410,53
TOTAL	402,28	812,81	-410,53

Del importe de este epígrafe (402,28 millones de euros), la mayor parte corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento (402,17 millones), que experimentaron una disminución de 410,53 millones respecto a su saldo a 31 de diciembre de 2012. Esta cartera está formada por valores en euros emitidos por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones y Banco de Pagos Internacionales). La cartera de negociación, al igual que en 2012, no presenta saldo a fin de este ejercicio.

6 PRÉSTAMOS EN EUROS CONCEDIDOS A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO EN RELACIÓN CON OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Esta rúbrica recoge el importe de los préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria. El importe total de estos préstamos en el conjunto del Eurosistema asciende a 752.288 millones, de los cuales 195.170,41 millones figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, en caso de materializarse cualquier riesgo de contraparte en operaciones de política monetaria, este será compartido por todos los

bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según las claves vigentes en el momento de materializarse dicho riesgo (véase la provisión para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria en el Eurosistema en la nota 27, Provisiones). Las pérdidas solamente pueden materializarse cuando falla la contrapartida y los fondos recibidos de la resolución de la garantía recibida de la entidad no son suficientes. Hay que señalar que el Consejo de Gobierno del BCE ha excluido del riesgo compartido, en ciertos casos, una parte del colateral aceptado por los bancos centrales¹⁴.

Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2013	2012	Variación
Operaciones principales de financiación	17.106,70	45.735,00	-28.628,30
Operaciones de financiación a más largo plazo	178.063,59	315.351,79	-137.288,20
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0,12	0,09	0,03
TOTAL	195.170,41	361.086,88	-165.916,47

Durante todo el año 2013, la mejora de la situación de los mercados ha reducido la demanda de liquidez por motivo de precaución, al mismo tiempo que el acceso de la banca española a la financiación mayorista también experimentaba una mejoría. Esto se ha reflejado en un descenso de los importes solicitados en las operaciones de financiación del Eurosistema.

Como consecuencia de ello el saldo conjunto de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2013 es menor en un 45,9 % que el de 2012. Por otra parte, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año disminuyó en un 21,8 % (258.300,27 millones en 2013, frente a 330.404,71 millones en 2012).

a Operaciones principales de financiación

Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal, vencimiento a una semana, y normalmente a través de subastas estándar. Desempeñan un papel crucial en la consecución de los objetivos de control de los tipos de interés, gestión de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de política monetaria. No obstante, en este ejercicio, continuando la tendencia iniciada en años anteriores, su uso ha sido menor que el de las operaciones de financiación a más largo plazo. En ese sentido, cabe señalar que el 8,8 % de la financiación media anual se otorgó a través de ellas. En 2013, todas se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2013 era de 17.106,70 millones de euros (45.735,00 millones a 31 de diciembre de 2012), y su saldo medio diario durante el ejercicio ha sido de 22.713,90 millones (35.640,50 millones en 2012).

¹⁴ El total del colateral aportado por las entidades en póliza de crédito, valorado según las normas del Eurosistema y aplicando los recortes correspondientes, asciende a 341.995,87 millones a final de 2013. De ellos, 489,23 millones corresponden a colateral excluido del riesgo compartido.

- b Operaciones de financiación a más largo plazo
- Estas operaciones tienen como objetivo proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de contrapartida. En 2013 se han realizado operaciones con plazos de vencimiento iguales a la duración de los períodos de mantenimiento de las reservas mínimas, y a tres meses. Estas operaciones se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.
- El saldo que presentaban estas operaciones a fin de 2013 ascendía a 178.063,59 millones de euros (91,2 % del total) y en su mayor parte proviene de las operaciones de financiación a tres años realizadas de manera excepcional en 2011 y 2012. En relación con el año anterior su saldo ha disminuido en 137.288,20 millones de euros. También su saldo medio ha disminuido (ha pasado de 294.562,87 millones en 2012 a 235.585,93 millones en 2013), representando el 91,2 % de la financiación media anual de las operaciones de política monetaria. La mayor parte de la disminución del saldo de este epígrafe tuvo lugar en el mes de enero, al acogerse las entidades a la opción de reembolso anticipado que ofrece la operación de financiación a tres años.
- c Operaciones temporales de ajuste
- Estas operaciones tienen por objeto regular la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés, en particular para suavizar los efectos causados por fluctuaciones inesperadas en el mercado sobre los tipos de interés. Dada su naturaleza, su frecuencia no está estandarizada.
- En 2013 no tuvo lugar ninguna operación temporal de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema. A fin de año, su saldo era cero.
- d Operaciones temporales estructurales
- Se trata de operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con las que el Eurosistema pretende modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.
- A fin de año, su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.
- e Facilidad marginal de crédito
- Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su BCN, a un tipo de interés especificado previamente, contra activos de garantía. Dicho tipo de interés está penalizado respecto al tipo de intervención establecido en las subastas semanales u operaciones principales de financiación.
- Al cierre del ejercicio 2013, su saldo era cero, no habiendo recurrido las entidades españolas a este tipo de financiación.
- f Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía
- De acuerdo con las normas del Eurosistema para la gestión de la política monetaria, todas las operaciones mediante las que se otorga liquidez al sistema bancario deben estar garantizadas con activos de reconocida solvencia aceptados por el sistema para servir de colateral. Si, después de la valoración diaria, el valor de mercado de los activos recibidos para garantizar la devolución de los préstamos disminuye por debajo del umbral mínimo o de reposición establecido para cada valor, la entidad de contrapartida afectada deberá reponer activos adicionales o efectivo en depósitos constituidos a tal efecto (véase la nota 16 del balance) y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revaluación, supera el importe de la financiación obtenida del banco central nacional más el margen de variación de la garantía, la entidad de contrapartida podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia, en los casos en que así esté establecido).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación hasta noviembre de 2013, aplicándose a partir de diciembre el tipo de la facilidad de depósito.

A 31 de diciembre de 2013 presentaba un saldo de 0,12 millones de euros, con un incremento de 0,03 millones en relación con el año anterior. No obstante, su saldo medio ha disminuido, pasando de 69,17 millones en 2012 a 0,44 millones en 2013.

7 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

a Valores mantenidos con fines de política monetaria

Este epígrafe recoge el importe de los valores de renta fija en euros emitidos por residentes en la zona del euro y adquiridos por el Banco de España con fines de política monetaria, de acuerdo con los programas de adquisiciones de bonos garantizados¹⁵, y con el programa para los mercados de valores¹⁶. Estos valores han sido clasificados como mantenidos hasta su vencimiento (véase «Valores» en el apartado «3.1 Normativa contable») y están sujetos anualmente a un test de deterioro. El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2013 es de 29.586,07 millones. Su detalle puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Valores mantenidos con fines de política monetaria	2013	2012	Variación
Programa de adquisición de bonos garantizados	5.508,79	6.220,63	-711,83
Segundo programa de adquisición de bonos garantizados	2.326,50	2.299,99	26,52
Programa para los mercados de valores	21.750,78	24.468,91	-2.718,13
TOTAL	29.586,07	32.989,53	-3.403,45

Las compras de valores realizadas en el marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados se completaron en junio de 2010. La disminución del saldo de esta cartera se debe a la amortización de valores que han tenido lugar a lo largo del año 2013.

El 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE anunció un segundo programa de adquisición de bonos garantizados. Bajo este programa, el BCE y los bancos centrales del Eurosistema iniciaron, en noviembre de 2011, la compra de bonos garantizados denominados en euros y emitidos por residentes en la zona del euro, con objeto de mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito y las empresas, así como alentar a las entidades a mantener e incrementar los préstamos a sus clientes. Estas adquisiciones se completaron a finales de octubre de 2012, finalizando el programa en ese momento. El incremento neto de este epígrafe en el año 2013 se ha debido principalmente a la periodificación de las primas y descuentos relacionados con estos valores.

Bajo el programa para los mercados de valores, establecido en mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema podían adquirir valores de renta fija pública y privada de la zona del euro con objeto de asegurar la profundidad y la liquidez de los segmentos del mercado

¹⁵ Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009, sobre puesta en marcha del programa de adquisiciones de bonos garantizados (BCE/2009/16), y Decisión del Banco Central Europeo de 3 de noviembre de 2011, sobre puesta en marcha del segundo programa de adquisición de bonos garantizados (BCE/2011/17).

¹⁶ Decisión del Banco Central Europeo de 14 de mayo de 2010, estableciendo el programa para los mercados de valores (BCE/2010/5).

con un comportamiento disfuncional. El objetivo de este programa era abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno del BCE decidió el 6 de septiembre de 2012 dar por concluido dicho programa, manteniéndose los valores incluidos en esta cartera hasta su vencimiento. La disminución neta de este epígrafe en el año 2013 se ha debido a las amortizaciones de valores que han tenido lugar a lo largo del año.

El Consejo de Gobierno del BCE evalúa periódicamente los riesgos financieros asociados a los valores mantenidos en virtud del programa para los mercados de valores y de los dos programas de adquisición de bonos garantizados.

El importe total de los valores adquiridos en el conjunto de los BCN del Eurosistema, de acuerdo con el mencionado programa para los mercados de valores, asciende a 165.846 millones de euros, de los cuales 21.750,78 millones figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, los riesgos que puedan materializarse en los valores incluidos en esta cartera serán compartidos por todos los bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según sus claves vigentes.

Como resultado del test de deterioro realizado a finales de 2013, el Consejo de Gobierno del BCE identificó un indicador de deterioro relacionado con las tenencias de bonos irlandeses. El Consejo de Gobierno del BCE consideró que este hecho no suponía un deterioro de los valores adquiridos bajo el programa para los mercados de valores y que, de acuerdo con la información disponible a 31 de diciembre de 2013, no había evidencia de cambios en los flujos de caja futuros estimados. Por tanto, no se han registrado pérdidas por deterioro en las tenencias de bonos irlandeses adquiridos bajo el programa para los mercados de valores ni en ninguno de los otros valores adquiridos bajo dicho programa.

En relación con el test de deterioro realizado a los valores adquiridos bajo los programas de adquisiciones de bonos garantizados, se ha considerado que, aunque algunos de los emisores de esos valores han estado sujetos a reestructuraciones durante el año 2013, esto no ha afectado a los flujos de caja esperados y, por tanto, no se han registrado pérdidas por deterioro.

b Otros valores

Recoge el importe de aquella parte de las carteras de negociación y a vencimiento del Banco que está constituida por valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro que no se mantienen con fines de política monetaria. La cartera a vencimiento está formada por valores de renta fija que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su amortización.

El detalle de esta rúbrica puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Valores	2013	2012	Variación
Cartera de negociación	29.831,44	36.408,59	-6.577,15
Cartera a vencimiento	28.794,34	27.532,44	1.261,90
TOTAL	58.625,78	63.941,03	-5.315,26

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2013 es de 58.625,78 millones de euros, de los que el 50,9 % corresponde a valores de la cartera de negociación y el resto, (el 49,1 %),

a valores de la cartera a vencimiento, sobre la que no existe evidencia de deterioro a fin de ejercicio.

El conjunto de estos valores experimentó una disminución de 5.315,26 millones de euros en 2013. No obstante, fueron los valores de la cartera de negociación los que experimentaron una reducción de 6.577,15 millones de euros, mientras que los valores de la cartera a vencimiento aumentaron en 1.261,90 millones de euros, con el objeto de equilibrar los saldos de ambas carteras.

En concreto, las variaciones se deben a las causas que se señalan en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Causas de la variación	Cartera de negociación	Cartera a vencimiento	Total
Compraventa/amortización de valores	-7.657,32	1.264,26	-6.393,06
Plusvalías latentes a fin de año (a)	954,93	—	954,93
Minusvalías a fin de año (a)	-0,03	—	-0,03
Intereses implícitos devengados	125,26	-2,37	122,90
TOTAL	-6.577,15	1.261,90	-5.315,26

a Tal como se señala en el apartado «3.1 Normativa contable», sobre la cartera a vencimiento no se efectúan procesos de valoración periódicos.

En esta cartera se incluyen valores emitidos tanto por las Administraciones Públicas como por instituciones financieras de la zona del euro. Debe señalarse que todas las adquisiciones de deuda emitida por las Administraciones Públicas corresponden a operaciones realizadas en el mercado secundario, y nunca a suscripciones directas de emisiones.

8 CRÉDITOS EN EUROS A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Este epígrafe recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. Inicialmente estaba prevista su amortización por su valor nominal, en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive, según se estableció en la disposición transitoria séptima de la mencionada ley. No obstante, el 26 de marzo de 2007 se firmó un acuerdo con la Administración General del Estado por el que se decidió acelerar el calendario de amortización de estos créditos, de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad. Los créditos amortizados anticipadamente son abonados por el Tesoro por el efectivo correspondiente a su valor de mercado en ese momento. Al estar contabilizados por su nominal, se ha constituido una provisión para la cobertura de posibles pérdidas por amortización anticipada de estos créditos (véase nota 27 del balance).

A tenor de dicho acuerdo, en 2013 se cobraron dos cuotas de cada uno de los créditos (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original).

El saldo nominal vivo a 31 de diciembre de 2013 de los créditos otorgados al Estado asciende a 1.943,37 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	390,50	585,75	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	1.389,59	2.084,39	-694,80
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	163,27	244,90	-81,63
TOTAL	1.943,37	2.915,05	-971,68

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos, de acuerdo con lo establecido anteriormente, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

9 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros

Tipo de activo	2013	2012	Variación
Participación en el capital del BCE	1.077,72	1.078,50	-0,78
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	4.782,87	4.783,65	-0,77
Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema	47.244,47	34.216,14	13.028,33
TOTAL	53.105,07	40.078,29	13.026,78

a Participación en el capital del BCE

De acuerdo con el artículo 28 de los Estatutos del SEBC, los bancos centrales del SEBC son los únicos suscriptores del capital del BCE. Las suscripciones dependen de las cuotas de participación que se fijan, de conformidad con el artículo 29 de dichos Estatutos, en función de la población y del producto interior bruto de cada país con relación a los del conjunto de los países del SEBC, a partir de los datos facilitados por la Comisión Europea; dichas suscripciones deben ser ajustadas cada cinco años o cuando tiene lugar la incorporación de nuevos miembros a la Unión Europea, es decir, cuando el BCN de estos últimos entra a formar parte del SEBC. El 1 de julio de 2013 se ha producido un nuevo cambio en la clave de capital del BCE, como resultado de la integración del banco central de Croacia en el SEBC. Como consecuencia de ello, y basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003, sobre los datos estadísticos a usar para la determinación de la clave de suscripción de capital del Banco Central Europeo, las claves de capital de los BCN se ajustaron el 1 de julio de 2013 mediante transferencias entre ellos. El 1 de julio de 2013, la clave de participación del Banco de España ha pasado de 8,3040 % a 8,2533 %.

De acuerdo con el apartado 3 del artículo 48 de los Estatutos del SEBC, el capital suscrito del BCE aumenta automáticamente siempre que se incorpore un nuevo miembro a la UE y por tanto, su BCN entra a formar parte del SEBC. Dicho aumento se calcula multiplicando el importe existente del capital suscrito (en este caso 10.760,65 millones de euros) por la proporción entre el peso de los BCN que se incorporan y el de los BCN que ya fuesen miembros del SEBC, teniendo en cuenta las claves modificadas por la adhesión del nuevo miembro. De esta manera, el 1 de julio de 2013 el capital suscrito del BCE se incrementó hasta 10.825,01 millones de euros. Como consecuencia de ello, el 1 de julio de 2013, la participación del Banco de España en el nuevo capital suscrito del BCE disminuyó de 8,3040 % a 8,2533 %, y la participación en el capital del BCE pasó de 893,56 millones de euros a 893,42 millones de euros.

El siguiente cuadro muestra las claves de participación en el capital del BCE:

	Clave para la suscripción de capital del BCE (%)	
	Hasta el 30 de junio de 2013	A partir del 1 de julio de 2013
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4256	2,4176
Deutsche Bundesbank	18,9373	18,7603
Eesti Pank	0,1790	0,1780
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1107	1,1111
Bank of Greece	1,9649	1,9483
Banco de España	8,3040	8,2533
Banque de France	14,2212	14,1342
Banca d'Italia	12,4966	12,4570
Central Bank of Cyprus	0,1369	0,1333
Banque centrale du Luxembourg	0,1747	0,1739
Central Bank of Malta	0,0632	0,0635
De Nederlandsche Bank	3,9882	3,9663
Oesterreichische Nationalbank	1,9417	1,9370
Banco de Portugal	1,7504	1,7636
Banka Slovenije	0,3288	0,3270
Národná banka Slovenska	0,6934	0,6881
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2539	1,2456
Subtotal del grupo de BCN pertenecientes a la zona del euro	69,9705	69,5581
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8686	0,8644
Česká národní banka	1,4472	1,4539
Danmarks Nationalbank	1,4835	1,4754
Latvijas Banka	0,2837	0,2742
Lietuvos bankas	0,4256	0,4093
Magyar Nemzeti Bank	1,3856	1,3740
Narodowy Bank Polski	4,8954	4,8581
Banca Națională a României	2,4645	2,4449
Sveriges Riksbank	2,2582	2,2612
Bank of England	14,5172	14,4320
Hrvatska narodna banka	—	0,5945
Subtotal del grupo de BCN no pertenecientes a la zona del euro	30,0295	30,4419
TOTAL (a)	100,0000	100,0000

a Debido al redondeo, los subtotales y los totales pueden no coincidir con la suma de las cifras que figuran en el cuadro.

En este epígrafe también se incluye la cantidad pagada por la participación en el resto del patrimonio neto del BCE. Su importe a 31 de diciembre de 2013 asciende a 184,30 millones de euros, cantidad pagada por la participación del Banco de España en las reservas del BCE con motivo de los aumentos de su clave de participación en el capital de dicha entidad. En 2013, como consecuencia del mencionado cambio en la clave de capital, dicha participación ha disminuido en 0,78 millones. De esta forma, la inversión total del Banco de España en el capital del BCE asciende a 1.077,72 millones de euros.

Hay que señalar, como hechos posteriores al cierre de ejercicio, que el 1 de enero de 2014 se ha producido un cambio de la clave de capital del BCE, como resultado del tercer cambio quinquenal de claves, pasando la clave de suscripción de capital del 8,2533 % al 8,8409 %.

b Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan la deuda del BCE con el Banco de España por la transferencia a aquel de activos exteriores de reserva. La contrapartida de las reservas transferidas está denominada en euros y tiene un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, reducido en un 15 % para reflejar una remuneración nula para el componente de oro, que en su momento supuso un 15 % del valor total de las reservas entregadas. Su saldo a fin de ejercicio es de 4.782,87 millones de euros, habiendo disminuido en 0,77 millones respecto al ejercicio anterior. La causa de esta variación es que los ajustes en la clave y los cambios resultantes en las participaciones de los BCN en el capital suscrito del BCE han hecho necesario ajustar también los activos con los que el BCE acreditó a los BCN por sus aportaciones de activos de reserva exteriores.

Como hecho posterior al cierre de ejercicio, hay que señalar que, debido al incremento de la clave de participación del Banco de España en el capital del BCE que ha tenido lugar el 1 de enero de 2014, se ha realizado una aportación adicional de activos exteriores de reserva al BCE por un contravalor en euros de 340,52 millones, alcanzando en este ejercicio un saldo de 5.123,39 millones de euros.

c Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema

Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 47.244,47 millones de euros, incluye los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de billetes en euros cuando su saldo conjunto es deudor (véase «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

Su aumento respecto a 2012 (13.028,33 millones) se explica fundamentalmente por la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2013 (-12,7 %, 8.292,53 millones), en contraposición al incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (crecimiento del 4,8 %), lo que ha dado lugar al mencionado aumento en el saldo de estas cuentas¹⁷.

d Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Al ser acreedor el saldo neto de las cuentas que forman este epígrafe, esta información se presenta en el pasivo del balance, de acuerdo con las normas del Eurosistema (véase nota 22 del balance).

10 OTROS ACTIVOS. INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 257,97 millones de euros, de los que 664,05 millones correspondían a su coste y 406,07 a la amortización acumulada de aquel.

El detalle de los componentes de este epígrafe, con sus amortizaciones, figura en los cuadros siguientes:

¹⁷ El incremento en el conjunto del Eurosistema ha sido de 43.593,28 millones, correspondiendo al Banco de España 4.758,64 millones.

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Inmovilizado material	521,19	511,86	9,34
Terrenos y solares	5,35	5,35	—
Edificios, construcciones y obras de remodelación	111,51	109,96	1,55
Instalaciones	191,28	185,41	5,87
Mobiliario y enseres	38,78	38,09	0,68
Máquinas de oficina no informáticas	54,77	54,16	0,61
Equipos para procesos de información	61,48	60,97	0,52
Elementos de transporte	8,12	8,12	—
Fondo bibliográfico	5,02	5,29	-0,28
Otro inmovilizado material	5,11	5,07	0,04
Patrimonio histórico-artístico	39,78	39,43	0,34
Inmovilizado inmaterial	89,10	83,43	5,66
Aplicaciones informáticas	89,04	83,38	5,66
Propiedad industrial	0,06	0,06	—
Inmovilizado en curso	53,76	47,77	5,99
Edificios, instalaciones y otras construcciones	8,15	9,41	-1,26
Aplicaciones informáticas del Banco de España	18,60	13,05	5,55
Aplicaciones informáticas del Eurosistema	25,90	24,43	1,47
Otro inmovilizado en curso	1,10	0,87	0,23
TOTAL	664,05	643,06	20,99

En millones de euros

Amortización acumulada	2013	2012	Variación
Inmovilizado material	-338,00	-319,88	-18,11
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-41,50	-38,96	-2,55
Instalaciones	-151,44	-143,01	-8,44
Mobiliario y enseres	-31,43	-28,95	-2,48
Máquinas de oficina no informáticas	-45,42	-44,36	-1,06
Equipos para procesos de información	-52,96	-49,97	-2,99
Elementos de transporte	-7,67	-7,29	-0,38
Fondo bibliográfico	-3,06	-3,13	0,07
Otro inmovilizado material	-4,52	-4,22	-0,30
Inmovilizado inmaterial	-68,08	-59,50	-8,58
Aplicaciones informáticas	-68,02	-59,45	-8,58
Propiedad industrial	-0,06	-0,06	—
TOTAL	-406,07	-379,39	-26,69

El incremento del inmovilizado durante el año 2013 se ha debido, fundamentalmente, al aumento de las inversiones en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas, la adquisición y actualización de licencias de *software* y el desarrollo de diferentes proyectos para el Eurosistema. También se ha debido al nuevo centro de control de seguridad del edificio de Cibeles, así como a la continuación de los trabajos de restauración y remodelación del patio de operaciones del edificio de Cibeles y de los espacios anexos. Con independencia de lo anterior, el inmovilizado neto de amortizaciones ha disminuido en relación con el ejercicio anterior en 5,70 millones.

11 OTROS ACTIVOS. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 25,25 millones, que corresponden a la participación del Banco de España en el Banco de Pagos Internaciona-

les. La disminución de estos activos financieros en 20,45 millones de euros se debe a la venta de la participación del Banco de España en la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (véase nota 9 de la cuenta de resultados).

12 OTROS ACTIVOS.
DIFERENCIAS
POR VALORACIÓN
DE PARTIDAS DE FUERA DE
BALANCE

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo. Su saldo deudor al final del presente ejercicio, de 104,07 millones de euros, es el valor neto de las operaciones *swaps* y a plazo vivas a esa fecha, que se muestran a continuación:

Operación	Posición	Clase de moneda	2013		2012	
			Importe en divisas (millones)	Cambio de mercado	Contravalor en millones de euros	Contravalor en millones de euros
Swap	Deudora	EUR	—	1,0000	—	304,95
		USD	2.858,83	1,3791	2.072,97	2.232,73
	Acreedora	JPY	284.942,93	144,7200	1.968,93	2.072,26
		USD	—	1,3791	—	303,17
Plazo	Deudora	USD	0,58	1,3791	0,42	0,67
	Acreedora	JYP	57,08	144,7200	0,39	0,62
POSICIÓN NETA					104,07	162,30

A fin de ejercicio, se encuentran pendientes de vencimiento operaciones *swaps* de dólares contra yenes y operaciones de venta a plazo de yenes contra dólares USA pendientes de ejecución.

Las operaciones de *swaps* de dólares contra yenes tienen por objeto cubrir el riesgo de tipo de cambio de los yenes frente al dólar USA en las inversiones realizadas en valores en yenes.

Con respecto a las operaciones excepcionales de inyección de liquidez instrumentadas a través de *swaps*, es preciso señalar que el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 4 de diciembre de 2012, de acuerdo con los bancos centrales implicados, prolongar los acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal hasta el 1 de febrero de 2014. Con anterioridad, dichos acuerdos se habían autorizado hasta el 1 de febrero de 2013. No obstante, a fin de año no hay operaciones vivas.

13 OTROS ACTIVOS. CUENTAS
DE PERIODIFICACIÓN DEL
ACTIVO Y GASTOS
ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 4.492,89 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Intereses devengados en la adquisición de valores e intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores	2.069,67	2.183,95	-114,28
Cartera de negociación	763,85	873,78	-109,93
Denominados en moneda extranjera	34,17	54,59	-20,42
Denominados en euros	729,68	819,19	-89,50
Cartera a vencimiento	700,80	643,12	57,67
Denominados en moneda extranjera	54,46	37,97	16,50
Denominados en euros	646,33	605,16	41,18
Cartera de política monetaria	605,02	667,04	-62,02
Otros intereses a cobrar no vencidos	2.418,18	2.636,78	-218,60
De operaciones de política monetaria	2.347,68	2.521,93	-174,26
De cuentas intra-Eurosistema por ajustes de billetes	41,84	59,99	-18,15
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	22,81	36,43	-13,61
De depósitos en moneda extranjera	3,57	15,11	-11,54
De la posición en el FMI	1,28	1,54	-0,26
De operaciones <i>swaps</i>	0,96	1,58	-0,61
Otros	0,04	0,20	-0,16
Comisiones a cobrar no vencidas y gastos anticipados	5,04	4,58	0,46
TOTAL	4.492,89	4.825,31	-332,42

Como se observa en el cuadro anterior, la partida más significativa es la que recoge los intereses devengados y no cobrados en operaciones de política monetaria, que ha experimentado una disminución (174,26 millones de euros) debido al menor volumen de operaciones a largo plazo vivas a fin de año, al acogerse las entidades a la opción de reembolso anticipado que ofrece la operación de financiación a tres años. Las otras partidas más significativas corresponden a los intereses devengados en la adquisición de valores e intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores denominados en euros de las carteras de negociación (729,68 millones), a vencimiento (646,33 millones) y política monetaria (605,02 millones). En conjunto, estos intereses han experimentado una disminución con relación al año anterior de 114,28 millones, debido al menor saldo a fin de año de las carteras de negociación y de política monetaria. También han disminuido los intereses a cobrar procedentes de los activos de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE, los intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionados con el ajuste de billetes y la cuenta compensatoria, como consecuencia de la reducción del tipo de interés en las operaciones principales de financiación, así como los intereses a cobrar de depósitos en moneda extranjera.

14 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.577,52 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 2 de diciembre de 2013, de 1.385,56 millones de euros, equivalente al 70 % de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2013, corregidos según la evolución previsible de los resultados hasta final de ejercicio (véase la nota 15 de la cuenta de resultados), que supone una disminución de 346,98 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 177,57 millones, con una disminución de 11,20 millones de euros con respecto a 2012.

15 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (104.377,15 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circu-

lación» en el apartado «3.1 Normativa contable»), de acuerdo con la clave de asignación de billetes en euros en el Eurosistema, que ha pasado del 10,9185% del total de los emitidos por todos los bancos centrales, al 10,9160%. Esta clave se obtiene de deducir de la clave de participación en el Eurosistema el 8% del total correspondiente al BCE. La reducción es consecuencia de los cambios en la clave de participación en el capital del BCE derivados de la entrada del banco central de Croacia en el SEBC el día 1 de julio de 2013¹⁸.

El saldo de esta rúbrica ha experimentado un incremento de 4.735,80 millones de euros respecto al año anterior, por el mayor volumen de billetes en euros en circulación en el Eurosistema. La diferencia entre el saldo de los billetes asignados que figuran en el balance y los puestos en circulación por el Banco de España se recoge en una cuenta de ajuste que figura en esta rúbrica y cuya contrapartida se recoge en el epígrafe 9.4 del activo del balance.

La composición de los billetes puestos en circulación por el Banco de España a fin de 2013 figura en el siguiente cuadro:

Serie	Número de billetes (en miles)	Millones de euros
De 500 euros	80.976	40.487,80
De 200 euros	13.048	2.609,69
De 100 euros	23.663	2.366,29
De 50 euros	862.136	43.106,80
De 20 euros	-1.132.119	-22.642,38
De 10 euros	-839.848	-8.398,48
De 5 euros	-79.408	-397,04
Billetes puestos en circulación por el Banco de España		57.132,68
Ajuste según la clave de asignación de billetes		47.244,47
Billetes en circulación		104.377,15

16 DEPÓSITOS EN EUROS
MANTENIDOS
POR ENTIDADES DE
CRÉDITO DE LA ZONA
DEL EURO EN RELACIÓN
CON OPERACIONES
DE POLÍTICA MONETARIA

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendía a 30.783,49 millones de euros al cierre del ejercicio 2013, experimentando una disminución respecto al ejercicio anterior de 41.221,20 millones. Esta reducción se ha debido fundamentalmente a la fuerte disminución registrada en la facilidad de depósito, compensada, mínimamente, por el aumento del saldo de las cuentas corrientes de las entidades (incluidas las reservas mínimas).

Su desglose, así como los importes en ambos ejercicios, se reflejan en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Tipo de pasivo	2013	2012	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	15.949,79	12.851,75	3.098,04
Facilidad de depósito	14.833,00	59.046,50	-44.213,50
Depósitos a plazo	—	—	—
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0,70	106,45	-105,74
TOTAL	30.783,49	72.004,69	-41.221,20

¹⁸ Tras la revisión quinquenal de la clave de participación de los bancos centrales en el capital del BCE y la incorporación del banco central de Letonia al Eurosistema, el 1 de enero de 2014, la clave de asignación de billetes se ha incrementado hasta alcanzar el 11,6230%.

El primer componente, que recoge el total de las cuentas corrientes abiertas por las entidades de crédito en el Banco de España en las que estas mantienen las reservas mínimas a las que están obligadas en relación con la instrumentación de la política monetaria, ha experimentado un incremento de 3.098,04 millones (24,1 %). Estas cuentas se remuneran a la media del tipo marginal de las operaciones principales de financiación durante el período. En cuanto a su saldo medio, igualmente ha aumentado durante el ejercicio, pasando de 12.338,95 millones en 2012 a 13.446,87 millones en 2013 (9,0 %).

El epígrafe «Facilidad de depósito», que recoge los depósitos constituidos a un día y que se remuneran a un tipo de interés establecido de antemano (inferior al tipo de interés de las operaciones principales de financiación), ha experimentado una fuerte reducción, pasando de 59.046,50 millones en 2012 a 14.833,00 millones en 2013. Con respecto a su saldo medio, se observa igualmente una disminución importante (9.446,23 millones en 2013, frente a 35.059,14 millones en el ejercicio anterior), debido a que estos depósitos dejaron de remunerarse el 11 de julio de 2012.

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, su saldo a 31 de diciembre de 2013 es nulo. Se trata de operaciones de ajuste (drenaje de liquidez) instrumentadas mediante depósitos. A lo largo de 2013, en el Eurosistema se efectuaron 53 operaciones de este tipo. Con respecto a su saldo medio, se observa una disminución durante el ejercicio, pasando de 39,50 millones en 2012 a 4,57 millones en 2013.

Los restantes epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen las operaciones temporales de ajuste y los depósitos relacionados con los márgenes de garantía. Las operaciones temporales de ajuste se utilizan para drenar liquidez. A 31 de diciembre de 2013, el primero de ellos no presentaba saldo, manteniendo las entidades depósitos relativos a los ajustes de los márgenes de garantía (véase nota 6 del balance) por un importe de 0,70 millones de euros (106,45 millones en 2012).

17 OTROS PASIVOS EN EUROS
CON ENTIDADES DE
CRÉDITO DE LA ZONA
DEL EURO

Este epígrafe recoge los depósitos que las entidades de crédito mantienen en el Banco de España y que no están relacionados con operaciones de política monetaria.

Su saldo al cierre del ejercicio 2013 era de 0,63 millones de euros, 109,38 millones menos que en 2012, debido a que en este ejercicio se liberó el depósito de una entidad de crédito que había sido bloqueado en 2012 para evitar que, como consecuencia del traspaso de activos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), se incumpliera el límite legal de emisión de cédulas hipotecarias.

18 DEPÓSITOS EN EUROS
DE OTROS RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO.
ADMINISTRACIONES
PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen las Administraciones Públicas en el Banco de España. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 2.116,77 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Administración Central (Estado)	410,92	6.306,83	-5.895,91
Tesoro Público — Cuenta corriente	100,12	2.500,42	-2.400,30
Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares	310,80	3.806,41	-3.495,61
Administraciones Territoriales	555,44	498,88	56,57
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	554,76	498,53	56,23
Administración Local	0,68	0,35	0,34
Administraciones de la Seguridad Social	1.150,41	2.204,28	-1.053,88
Del Sistema de Seguridad Social	1.148,60	2.203,36	-1.054,76
Otras	1,81	0,92	0,89
TOTAL	2.116,77	9.009,99	-6.893,22

La disminución de este epígrafe (6.893,22 millones de euros) se debió a los menores saldos mantenidos por la Administración Central (5.895,91 millones en comparación con 2012) y por las Administraciones de la Seguridad Social (1.053,88 millones). Por otro lado, los saldos mantenidos por las Administraciones Territoriales han aumentado en 56,57 millones. Con respecto a los saldos medios, se observa igualmente una disminución del saldo medio mantenido por la Administración Central (4.631,23 millones en 2013, frente a 6.017,80 millones en el ejercicio anterior) y por las Administraciones de la Seguridad Social (2.820,82 millones en 2013, frente a 3.657,87 millones en 2012). Por el contrario, y con respecto a las Comunidades Autónomas, se observa un incremento de sus saldos medios (534,94 millones en 2013, frente a 364,60 millones en 2012).

La mayor parte de los saldos mantenidos por la Administración Central son objeto de una cesión colateralizada a las entidades de crédito, que se realiza por medio de una subasta por cuenta del Tesoro.

19 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO. OTROS PASIVOS

Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como el Fondo de Garantía de Depósitos, otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de organismos públicos y autónomos no administrativos del Estado, las cuentas corrientes de empleados y pensionistas, y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros».

Su saldo al cierre del ejercicio 2013 era de 2.047,62 millones de euros, y su incremento en 105,76 millones de euros respecto al cierre de 2012 se debió, fundamentalmente, a la apertura de nuevos depósitos a nombre de los fondos de titulización cuyas entidades gestoras lo solicitaron (78,61 millones), así como al mayor saldo mantenido en los depósitos por personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros» (42,07 millones).

20 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge esencialmente los saldos de las cuentas en euros abiertas a organismos internacionales, autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema y bancos centrales a los que se prestan servicios de gestión de reservas. Su saldo, de 144,98 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 3,29 millones, por el

aumento de los depósitos de organismos internacionales y autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema, compensado en parte, por la disminución en los depósitos de los bancos centrales a los que se les prestan servicios de gestión de reservas

21 CONTRAPARTIDA
DE LOS DERECHOS
ESPECIALES DE GIRO
ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 3.162,06 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España por el FMI contrapartida de la asignación inicial de los DEG que figuran en el balance en el epígrafe 2.1 del activo. El importe total de esta rúbrica ha experimentado una disminución de 134,02 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación del tipo de cambio

22 CUENTAS
INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31 de diciembre de 2013 presenta un saldo de 213.382,14 millones de euros, se compone de los dos epígrafes que se citan a continuación:

a Pasivos netos relacionados
con la asignación de billetes
en euros en el Eurosistema

Al ser deudor el saldo neto de las cuentas que forman este epígrafe, esta información se presenta en el activo del balance, de acuerdo con las normas del Eurosistema (véase nota 9 del balance).

b Otros pasivos
intra-Eurosistema (neto)

Su saldo a 31 de diciembre de 2013, de 213.382,14 millones de euros, recoge la suma algebraica de tres componentes: 1) la posición del Banco de España frente al BCE por las transferencias emitidas y recibidas a través de TARGET2 entre los BCN del SEBC, incluido el propio BCE, más los saldos mantenidos con los bancos centrales del Eurosistema a través de cuentas de corresponsalía; 2) la posición frente al BCE por la aportación y asignación de los ingresos monetarios en el Eurosistema pendiente de liquidar, y 3) la posición del Banco de España frente al BCE en relación con las cantidades que hubiese pendientes de cobro a fin de ejercicio, relacionadas fundamentalmente con los ingresos por señoreaje correspondientes a los billetes en euros emitidos por el BCE y con los ingresos de la cartera de valores adquiridos por el BCE, conforme al programa para los mercados de valores.

El detalle del saldo de este epígrafe es el siguiente:

En millones de euros	2013	2012	Variación
Posición del Banco de España frente al BCE por las transferencias emitidas y recibidas a través de TARGET2 y corresponsalía	213.684,62	337.344,39	-123.659,77
Posición con el BCE por la aportación y asignación de ingresos monetarios	-139,97	-444,95	304,99
Dividendo a cobrar por participación en el señoreaje del BCE y de los ingresos obtenidos SMP	-162,52	-68,20	-94,32
TOTAL	213.382,14	336.831,24	-123.449,10

Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET2 es acreedor, ascendiendo a 213.684,70 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor de 0,07 millones. La remuneración de esta posición se calcula en base diaria, aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Su saldo medio durante el ejercicio ha disminuido considerablemente, pasando de 329.060,42 millones en 2012 a 283.518,09 millones en 2013, como consecuencia de la reducción de los préstamos de política monetaria que figuran en el activo del balance.

El segundo componente, posición frente al BCE por la aportación y asignación anual de los ingresos monetarios entre los bancos centrales nacionales del Eurosistema, refleja un saldo deudor de 139,97 millones de euros a fin de ejercicio (véase «Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios» en la nota 8 de la cuenta de resultados).

Finalmente, en 2014, el Consejo de Gobierno del BCE acordó repartir casi todos los ingresos obtenidos de los valores adquiridos conforme al programa para el mercado de valores y de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes en euros¹⁹. El importe correspondiente al Banco de España se ha registrado como un ingreso en 2013 y se ha cobrado el 31 de enero de 2014. Su saldo deudor a 31 de diciembre de 2013 es de 162,52 millones (véase «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones» en la nota 7 de la cuenta de resultados).

23 PARTIDAS EN CURSO
DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que, a 31 de diciembre de 2013, se encuentran en curso de liquidación, tales como órdenes de transferencia pendientes de ejecución o transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso.

De los 1.679,49 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2013, destacan 1.656.92 millones que corresponden a transferencias ordenadas por clientes del Banco de España pendientes de abono a las entidades destinatarias, y 20,44 millones a transferencias recibidas de la Plataforma TARGET2 pendientes de tramitación.

24 OTROS PASIVOS.
DIFERENCIAS POR
VALORACIÓN DE PARTIDAS
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas, valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, como ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe 11.4 del activo (véase nota 12 del balance).

25 OTROS PASIVOS. CUENTAS
DE PERIODIFICACIÓN
DEL PASIVO E INGRESOS
ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses y gastos a pagar no vencidos y los ingresos anticipados.

A 31 de diciembre de 2013, su saldo asciende a 55,74 millones de euros y la partida más significativa es la de intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 (51,42 millones de euros), cuyo su importe ha disminuido en 175,53 millones respecto al ejercicio anterior, debido a la disminución tanto del saldo como del tipo de interés.

26 OTROS PASIVOS. DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31 de diciembre de 2013, su saldo era de 120,27 millones (7,22 millones más que en 2012) y las partidas más relevantes de este epígrafe son las correspondientes a «Efectivos inmovilizados por normativa comunitaria procedentes de deuda pública anotada. Amortizaciones e intereses» (27,56 millones), y «Acreedores varios y otras partidas pendientes de pago. Por gastos de funcionamiento devengados» (26,98 millones).

27 PROVISIONES

Excepto las provisiones para cobertura del riesgo-país, que se presentan en el balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en la presente rúbrica, con el detalle siguiente:

¹⁹ Decisión del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2012 (BCE/2012/33), por la que se modifica la Decisión BCE/2010/24, sobre distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores.

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Para la cobertura de riesgos financieros	8.713,12	7.274,95	1.438,17
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	99,17	363,89	-264,73
Para el canje de billetes en pesetas retirados	59,86	22,54	37,32
Para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema	—	33,58	-33,58
Para la cobertura del riesgo operacional patrimonial	40,75	24,83	15,92
Por aplicación del Convenio 2011-2014	7,28	—	7,28
Para socorro por fallecimiento y jubilación	61,35	56,74	4,61
Para pagos a prejubilados y jubilados	27,05	28,66	-1,61
Para riesgos y gastos diversos	5,10	1,14	3,95
TOTAL	9.013,67	7.806,34	1.207,33

Provisión para la cobertura de riesgos financieros

Es la cuenta de provisiones más relevante. Procede de la unificación de la provisión para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés y de la provisión para la cobertura del riesgo de crédito.

El saldo de esta provisión a 31 de diciembre de 2013 asciende a 8.713,12 millones de euros, 1.438,17 millones más que en 2012. Del saldo a 31 de diciembre de 2012 (7.274,95 millones), 241,40 millones se han aplicado para la cobertura de minusvalías por tipo de cambio y 43,96 millones para la cobertura de minusvalías por tipo de interés (no se ha materializado ningún riesgo de crédito), y se han dotado 1.723,53 millones para cubrir el riesgo estimado a 31 de diciembre de 2013 (véase nota 5 de la cuenta de resultados).

El saldo de esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración que realiza el Banco de España de su exposición a los riesgos mencionados mediante la metodología de valor en riesgo. En este sentido, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 7 de febrero de 2014 ha revisado la metodología de cálculo de la provisión y como consecuencia de ello ha acordado un incremento del nivel de cobertura de los riesgos existentes.

Provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares

El acuerdo firmado en 2007 con la Administración General del Estado por el que el Tesoro puede solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos, abonando el efectivo correspondiente a su valor de mercado en ese momento, en lugar de su valor nominal, llevó a que en dicho ejercicio se creara una provisión para la cobertura de las pérdidas eventuales por amortización anticipada de los créditos singulares, recogidos en el epígrafe 8 del activo (véase nota 8 del balance), determinándose su saldo por la diferencia entre el valor nominal y el valor actual de mercado de aquellos. A 31 de diciembre de 2013, su saldo ascendía a 99,17 millones de euros, con una disminución de 264,73 millones respecto al ejercicio anterior (95,24 millones de euros aplicados en la amortización de la cuota del ejercicio y 169,49 millones por el ajuste de los créditos a su valor de mercado).

Provisión para el canje de billetes en pesetas, retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro

Es la más importante de las dos provisiones constituidas para el canje de billetes en pesetas retirados²⁰. Se dotó inicialmente en 2005 con objeto de atender al canje de los billetes en pesetas retirados con motivo de la introducción del euro que se presentaran en el Banco de España. Al mismo tiempo, el Consejo de Ministros acordó que, en caso de que el

²⁰ Dentro del apartado provisiones para el canje de billetes en pesetas retirados, además de esta hay constituida otra provisión por importe de 0,90 millones de euros.

volumen de billetes presentados al canje superara la cuantía de la provisión dotada en ese momento, el Banco de España debía hacer frente al exceso con cargo a sus reservas.

En noviembre de 2010, la provisión se quedó sin saldo, procediéndose, según lo anterior y por acuerdo de la Comisión Ejecutiva, a dotarla nuevamente por importe de 50 millones (previsión para un período aproximado de cinco años), utilizándose las reservas del Banco de España constituidas con la retención de los beneficios del año 2005.

De acuerdo con las estimaciones actuales, el saldo de la provisión a 31 de diciembre de 2013 (8,77 millones) se agotaría previsiblemente en octubre de 2014, por lo que se ha efectuado una dotación adicional para que su saldo sea igual a 58,96 millones de euros, que según el análisis realizado por el Departamento de Emisión y Caja es el importe estimado de los billetes que pueden presentarse al canje hasta el año 2020, fecha prevista de finalización del periodo de canje.

Provisión para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema

Basándose en el principio de prudencia, el Consejo de Gobierno del BCE consideró apropiado crear en 2008 una provisión por importe de 5.736 millones de euros para cubrir los riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria (véanse estas operaciones en la nota 6 del balance). De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, esta provisión debe dotarse por todos los bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según las claves vigentes en dicha fecha. Como resultado de lo anterior, el Banco de España dotó en ese ejercicio una provisión de 621,35 millones de euros, equivalente al 10,8324 % del total. Esta provisión se revisa anualmente, y su saldo en el conjunto del Eurosistema era igual a 310 millones el 31 de diciembre de 2012 (33,58 millones en el Banco de España). El Consejo de Gobierno del BCE, en su sesión de 23 de enero de 2014, ha revisado la adecuación del volumen de esta provisión con efectos a 31 de diciembre de 2013 y ha decidido su cancelación, por haber desaparecido los riesgos cubiertos. Como consecuencia de ello, el Banco de España ha liberado la totalidad de la provisión presentando un saldo nulo a final de ejercicio (véase nota 8 de la cuenta de resultados).

Provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial

En 2009, la Comisión Ejecutiva aprobó una metodología de cálculo del riesgo operacional patrimonial, con objeto de crear una provisión para cubrir las pérdidas eventuales derivadas de dicho riesgo, y estableció una provisión por el 10 % del riesgo operacional patrimonial. Este riesgo se cuantifica en base al VaR (Valor en Riesgo) a un año con un nivel de confianza del 99,9 %.

Esta provisión se ha aplicado para cubrir los eventos de riesgo operacional ocurridos en el ejercicio 2013 (véase nota 14 de la cuenta de resultados) por un importe de 0,03 millones, y se ha dotado por un importe de 15,95 millones, alcanzando un saldo de 40,75 millones de euros.

El aumento del riesgo operacional patrimonial se ha debido, principalmente, al impacto en el cálculo del VaR de las pérdidas registradas en 2012 por el abandono del proyecto del Eurosistema CCBM2.

Otras provisiones

En este ejercicio ha tenido lugar una reducción en la provisión para gastos por pagos a pre-jubilados y jubilados (1,61 millones) debido a la cobertura de pagos que se ha de realizar de acuerdo con lo previsto en el artículo 184 del Reglamento de Trabajo, disposición transitoria quinta del convenio colectivo para el año 2001 y acuerdo de cierre de sucursales de 2011.

Asimismo, en este ejercicio ha tenido lugar un incremento de 4,61 millones en la provisión para socorros por fallecimiento y jubilación y se ha creado una nueva provisión por importe de 7,28 millones como consecuencia de la firma del convenio colectivo 2011-2014 (véanse notas 10 y 14 de la cuenta de resultados).

28 CUENTAS
DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros valorados a precios y tipos de cambio de mercado a fin de año. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

Clase de cuenta	2013	2012	Variación
Oro	7.037,38	10.567,97	-3.530,59
Divisas	0,02	888,44	-888,43
Valores (cartera de negociación)	2.001,13	1.096,14	904,99
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	11,92	61,87	-49,95
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	1.989,21	1.034,28	954,93
Otros	—	16,04	-16,04
TOTAL	9.038,52	12.568,59	-3.530,07

Las cuentas de revalorización presentan un saldo a fin de 2013 de 9.038,52 millones de euros, con una reducción de 3.530,07 millones respecto a 2012. La variación más importante ha tenido lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas disminuyeron en 3.530,59 millones fruto de la variación de su precio de mercado (ha pasado de 1.261,18 euros por onza a 31 de diciembre de 2012 a 871,22 euros por onza a 31 de diciembre de 2013).

En relación a las cuentas de revalorización de los valores, la variación más importante ha tenido lugar en los valores de renta fija de la cartera de negociación emitidos en euros por residentes en la zona del euro, cuyas plusvalías no realizadas han aumentado 954,93 millones, como consecuencia de la evolución a la baja de los tipos de interés.

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización por tipo de cambio de las divisas, las plusvalías no realizadas han disminuido 888,43 millones, debido fundamentalmente a la depreciación del tipo de cambio del dólar USA y del DEG frente al euro (814,86 millones y 73,57 millones, respectivamente), habiéndose registrado minusvalías a fin de año en ambas divisas (véase nota 4 de la cuenta de resultados).

29 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2013, el capital del Banco de España asciende a 1.000 millones de euros, sin variación en el ejercicio. De este importe, 1,37 millones proceden de lo previsto en el Decreto-ley 18/1962, de 7 de junio, y 998,63 millones, de la ampliación de capital efectuada en 2006 mediante la retención de parte de los beneficios del ejercicio 2005.

30 RESERVAS

A 31 de diciembre de 2013, las reservas del Banco de España ascienden a 899,81 millones de euros, con una reducción de 50,19 millones de euros con respecto al ejercicio anterior. Se incluyen en este epígrafe, por un lado, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España (3,17 millones) y, por otro, la parte de los beneficios de 2005 y 2006 aplicada a reservas que fueron autorizadas por el Consejo de Ministros, respectivamente, el 28 de julio de 2006 y el 29 de junio de 2007. Son estas primeras reservas, las derivadas del beneficio de 2005, las que han reducido su saldo como consecuencia de la dotación a la provisión por canje de billetes en pesetas retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro (véase nota 27 del balance).

31 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2013 ha ascendido a 3.147,58 millones de euros, inferior en un 18,1 % al de 2012. Del citado importe, 1.385,56 millones fueron ingresados en el Teso-

ro el 2 de diciembre de 2013, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre (véase nota 15 de la cuenta de resultados «Beneficio del ejercicio»), recogidos en el epígrafe 11.6 del activo.

A lo largo del ejercicio, también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan a continuación, correspondientes a los beneficios de 2012:

- a) El día 1 de marzo de 2013, 1.728,17 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en diciembre de 2012, el 90 % de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 3.845,23 millones de euros.
- b) El día 13 de agosto de 2013, una vez aprobados por el Consejo de Ministros el balance y la cuenta de resultados del año 2012, 384,52 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2013 y las causas de su variación frente a los de 2012 figuran en el apartado 3.3 siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

3.3 Notas explicativas a la cuenta de resultados

Este epígrafe incluye los ingresos por intereses devengados por los activos financieros del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

1 INGRESOS POR INTERESES

En millones de euros y porcentaje

	Ingresos por intereses			Inversión media		Rentabilidad media	
	2013	2012	Variación	2013	2012	2013	2012
Moneda extranjera	242,12	278,32	-36,20	28.269	26.016	0,8	1,1
Valores	205,21	225,34	-20,13	20.495	19.174	1,0	1,2
Depósitos y otros activos	25,34	24,05	1,29	7.774	6.842	0,3	0,3
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez, <i>swap</i> , a plazo y otras	11,57	28,94	-17,36				
Euros	6.146,36	7.945,52	-1.799,16	393.341	464.151	1,5	1,7
Valores	4.409,83	4.745,77	-335,94	91.085	100.454	4,8	4,6
Cartera de negociación	1.728,85	1.818,05	-89,20	32.809	36.188	5,2	4,9
Cartera de vencimiento	977,24	1.159,58	-182,34	27.196	31.683	3,5	3,6
SMP	1.347,00	1.438,98	-91,98	22.996	24.701	5,8	5,7
CBPP y CBPP2	356,74	329,16	27,58	8.083	7.883	4,4	4,1
Operaciones de política monetaria	1.494,88	2.896,35	-1.401,46	258.300	330.405	0,6	0,9
Operaciones principales de financiación	133,30	293,47	-160,17	22.714	35.640	0,6	0,8
Operaciones de financiación a más largo plazo	1.361,58	2.600,93	-1.239,35	235.586	294.563	0,6	0,9
Otras operaciones de política monetaria	—	1,94	-1,94	—	201	0,5	0,9
Cuentas intra-Eurosistema	236,86	290,87	-54,01	43.956	33.293	0,5	0,9
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	22,81	36,43	-13,61	4.783	4.784	0,5	0,7
Activos relacionados con la asignación de billetes	213,78	254,39	-40,61	39.136	28.501	0,5	0,9
Saldo neto deudor de otras cuentas intra-Eurosistema	0,27	0,06	0,21	37	7	0,7	0,8
Otros activos	4,78	12,53	-7,74				
TOTAL	6.388,48	8.223,84	-1.835,36	421.610	490.167	1,5	1,7

Los ingresos por intereses en 2013 han ascendido a 6.388,48 millones, de los cuales 6.146,36 millones proceden de ingresos por intereses en euros, fundamentalmente, de las carteras de valores en euros (4.409,83 millones) y de las operaciones de política monetaria (1.494,88 millones), destacando la rentabilidad media obtenida en las carteras de valores (4,8 %) frente a la obtenida en operaciones de política monetaria (0,6 %).

Estos ingresos han experimentado una disminución de 1.835,36 millones en el ejercicio 2013 respecto a 2012, como resultado de un descenso tanto de los intereses de las inversiones en moneda extranjera (36,20 millones), como, sobre todo, de las inversiones en euros (1.799,16 millones).

Las causas principales que explican la disminución de los ingresos en euros en 1.799,16 millones son el menor saldo medio remunerado (ha pasado de 464.151 millones en 2012 a 393.341 millones en 2013) y el descenso de la rentabilidad media obtenida en las operaciones de política monetaria (del 0,9 % en 2012 al 0,6 % en 2013).

En concreto, si se analiza la inversión media realizada, destaca el importante descenso registrado en las operaciones de política monetaria (330.405 millones en 2012, frente a 258.300 millones en 2013), derivado de la menor financiación solicitada por las entidades financieras españolas al BCE (véase nota 6 del balance) y en valores (ha pasado de 100.454 millones en 2012 a 91.085 millones en 2013). Por otra parte, los activos relacionados con la asignación de billetes han aumentado, pasando su saldo medio de 28.501 millones en 2012 a 39.136 millones en 2013, como consecuencia de la evolución de los billetes puestos en circulación (disminución del 12,7 % en España, frente a un aumento del 4,8 % en el conjunto del Eurosistema).

2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación, con el detalle siguiente:

En millones de euros y porcentaje

	Gastos por intereses			Financiación media		Coste medio	
	2013	2012	Variación	2013	2012	2013	2012
Moneda extranjera	6,81	20,52	-13,72				
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez y otros pasivos	6,81	20,52	-13,72				
Euros	1.714,81	3.096,00	-1.381,19	313.023	385.967	0,5	0,8
Operaciones de política monetaria	60,64	167,62	-106,98	22.908	48.191	0,3	0,3
Remuneración de las reservas mínimas	60,56	104,97	-44,41	13.447	12.339	0,4	0,8
Facilidad de depósito	–	56,20	-56,20	9.446	35.059	–	0,2
Depósitos a plazo fijo	–	0,19	-0,19	5	39	0,1	0,5
Variación en el valor de las garantías	0,07	6,26	-6,19	11	754	0,7	0,8
Depósitos de las Administraciones Públicas	17,71	50,37	-32,66	6.597	8.716	0,3	0,6
Saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema	1.625,49	2.871,65	-1.246,17	283.518	329.060	0,6	0,9
Otros pasivos en euros	10,98	6,36	4,62				
TOTAL	1.721,62	3.116,53	-1.394,91	313.023	385.967	0,5	0,8

En el ejercicio 2013 se han incluido en este epígrafe varias partidas que anteriormente figuraban en el epígrafe «Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones», por

considerar que su naturaleza se corresponde más fielmente con este apartado. El importe de 2012 que ha sido reclasificado asciende a 3,71 millones.

Los gastos por intereses en euros (1.714,81 millones de euros) proceden principalmente de la remuneración de las cuentas intra-Eurosistema por TARGET2 en el pasivo (1.625,49 millones) y, en mucha menor medida, de la remuneración de las operaciones de política monetaria (60,64 millones).

En conjunto, los gastos por intereses han disminuido en 1.394,91 millones de euros en 2013, como consecuencia principalmente de los menores gastos de los pasivos denominados en euros (1.381,19 millones).

La disminución registrada en los gastos en euros (1.381,19 millones) ha sido consecuencia, fundamentalmente, del menor coste medio al que se han remunerado los pasivos, que han pasado del 0,8 % en 2012 al 0,5 % en 2013 debido a la reducción del tipo de las operaciones principales de financiación y al menor saldo medio de los pasivos a remunerar (385.967 millones en 2012, frente a 313.023 millones en 2013). En concreto, el saldo neto acreedor de las cuentas intra-Eurosistema (TARGET2) ha pasado de 329.060 millones en 2012 a 283.518 millones en 2013.

Por otro lado, hay que destacar la importante disminución del saldo medio de la facilidad de depósito, que ha pasado de 35.059 millones en 2012 a 9.446 en 2013, coincidiendo con el hecho de que estos depósitos dejaron de remunerarse el 11 de julio de 2012.

En cuanto a los depósitos de las Administraciones Públicas, el gasto por intereses ha disminuido en 32,66 millones de euros, fundamentalmente por el descenso del coste medio (0,6 % en 2012, frente al 0,3 % en 2013) y del saldo medio que se remunera (ha pasado de 8.716 millones de euros en 2012 a 6.597 millones en 2013).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2013 las pérdidas netas por este concepto han ascendido a 1,94 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Moneda extranjera	-15,25	64,05	-79,30
Venta de oro	—	—	—
Venta de divisas (por tipo de cambio)	10,66	14,09	-3,43
Venta de valores (por precio)	-33,42	64,06	-97,49
Otras ganancias/pérdidas	7,51	-14,10	21,61
Euros	13,32	68,20	-54,89
Venta de valores	13,32	68,20	-54,89
TOTAL	-1,94	132,25	-134,19

Con respecto al ejercicio anterior, el importe total registrado en 2013 ha disminuido en 134,19 millones, debido a las pérdidas en venta de valores en moneda extranjera denominados en dólares USA, como consecuencia del menor margen unitario, y a las menores ganancias obtenidas en venta de valores de renta fija denominados en euros debido, fundamentalmente, al menor volumen de ventas.

4 MINUSVALÍAS
NO REALIZADAS EN ACTIVOS
Y POSICIONES FINANCIERAS

Recoge el quebranto derivado de la depreciación por tipo de cambio en la posición en divisas y de la depreciación por precio de los valores, en la parte que no puede compensarse con plusvalías latentes provenientes de ejercicios anteriores. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Moneda extranjera	285,34	0,99	284,35
En divisas (por tipo de cambio)	241,40	0,10	241,30
En valores (por precio)	43,94	0,89	43,04
Euros	0,03	0,02	—
En valores	0,03	0,02	—
TOTAL	285,36	1,01	284,35

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2013 han ascendido a 285,36 millones, la mayor parte de las cuales corresponden a pérdidas no realizadas por tipo de cambio en divisas (241,40 millones), fundamentalmente, por la depreciación del dólar USA y del DEG y en menor medida, a pérdidas no realizadas por precio en valores de renta fija denominados en moneda extranjera (43,94 millones), básicamente por la evolución del precio de mercado de estos valores.

5 DOTACIONES Y EXCESOS
DE PROVISIÓN PARA LA
COBERTURA DE RIESGOS
FINANCIEROS

En este ejercicio se ha producido la unificación de la provisión para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés y de la provisión para la cobertura del riesgo de crédito, en una única provisión para la cobertura de riesgos financieros, siguiendo la recomendación del Comité de Gestión de Riesgos.

En el siguiente cuadro se muestra la composición de este epígrafe y las variaciones que han tenido lugar:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Dotación neta de provisión para la cobertura de riesgos financieros	-1.438,17	-1.737,99	299,82
Dotación de provisión	-1.723,53	-1.739,00	15,47
Exceso/aplicación de provision	285,36	1,01	284,35
Dotación/exceso de provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	169,49	172,06	-2,58
TOTAL	-1.268,68	-1.565,92	297,25

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 285,36 millones de euros de la provisión para la cobertura de riesgos financieros para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2013 y, por otro lado, la dotación a aquella de 1.723,53 millones de euros para cubrir los riesgos estimados en las posiciones financieras sujetas a dichos riesgos, de acuerdo con los criterios de valoración de estos riesgos aprobados por la Comisión Ejecutiva de 7 de febrero de 2014.

Por último, respecto a la dotación a la provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares, derivada del ajuste del valor de mercado de di-

chos activos, esta presenta en 2013 una variación negativa de 2,58 millones respecto a 2012, debido a que en este ejercicio se han recuperado 169,49 millones frente a la recuperación de 172,06 millones que tuvo lugar el año anterior.

6 INGRESOS NETOS
POR HONORARIOS/
COMISIONES

Recoge, fundamentalmente, ingresos y gastos derivados de comisiones por servicios bancarios y similares (TARGET2, transferencias, gestión de cheques, custodia y administración de valores, etc.). Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
1 Ingresos por honorarios y comisiones	17,55	19,32	-1,76
Operaciones exteriores	—	—	—
Operaciones interiores	17,55	19,32	-1,76
2 Gastos por honorarios y comisiones	10,64	12,04	-1,40
Operaciones exteriores	2,78	3,10	-0,32
Operaciones interiores	7,86	8,94	-1,08
INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES (1 – 2)	6,91	7,27	-0,36

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2013 (6,91 millones) han sido inferiores a los registrados en 2012 en 0,36 millones. Esta variación está relacionada, básicamente, con los menores ingresos por honorarios obtenidos por operaciones con valores. Este descenso de los ingresos se ha visto compensado, parcialmente, por los menores gastos por comisiones pagadas por operaciones con valores. Tanto la reducción de los honorarios obtenidos por operaciones con valores como las menores comisiones pagadas se han debido a la disminución del volumen de operaciones.

7 DIVIDENDOS Y OTROS
INGRESOS DE ACCIONES
Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios ordinarios del BCE, ingresos por señoreaje e ingresos generados por la cartera del BCE derivada del programa para los mercados de valores. Igualmente, incluye los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Banco Central Europeo	212,77	77,23	135,54
Dividendo ordinario	50,25	9,04	41,21
Dividendo por señoreaje e ingresos SMP	162,52	68,20	94,32
Otros	8,59	12,35	-3,76
TOTAL	221,36	89,58	131,78

Del total del importe registrado (221,36 millones de euros), 162,52 millones proceden del dividendo del BCE por el señoreaje de sus billetes y de los ingresos de la cartera SMP, 50,25 millones proceden del dividendo ordinario del BCE correspondiente a 2012, 5,09 millones corresponden a dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME), y 3,49 millones a los dividendos por la participación en el Banco de Pagos Internacionales.

El 9 de enero de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido distribuir entre los BCN del Eurosistema 1.369,69 millones de euros que se corresponden con casi todos los ingre-

sos por el señoreaje de sus billetes y por los ingresos generados por su cartera de valores comprada en el marco del programa para los mercados de valores. De este importe el Banco de España ha ingresado 162,52 millones. El importe retenido por el BCE para dotar la provisión para la cobertura de riesgos financieros ha ascendido a 0,39 millones de euros y ha alcanzado con este importe el límite máximo de esta provisión.

8 RESULTADO NETO
DE LA REDISTRIBUCIÓN DE
LOS INGRESOS MONETARIOS

El importe de los ingresos monetarios de cada BCN del Eurosistema se determina calculando los ingresos anuales generados por los activos identificables mantenidos como contrapartida de la base de pasivos deducidos los gastos financieros devengados por los pasivos relacionados. La base de pasivos consta de los siguientes elementos: billetes en circulación; depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito en relación con operaciones de política monetaria; pasivos intra-Eurosistema por operaciones TARGET2, cuando su saldo sea acreedor, y pasivos intra-Eurosistema netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema, cuando su saldo sea acreedor. Cualquier interés pagado por los pasivos incluidos en la base de pasivos habrá de deducirse de los ingresos monetarios que se aporten. Los activos identificables constan de los siguientes elementos: préstamos a entidades de crédito de la zona del euro relacionados con operaciones de política monetaria; valores de la cartera de política monetaria; activos intra-Eurosistema equivalentes a la transferencia de activos de reserva exteriores al BCE; activos intra-Eurosistema por operaciones TARGET2, cuando su saldo sea deudor; activos intra-Eurosistema netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema, cuando su saldo sea deudor, y un importe limitado de las tenencias de oro de cada BCN, en proporción a su clave de capital. Se considera que el oro no genera ingresos y que los valores comprados dentro del programa de adquisiciones de bonos garantizados generan ingresos al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Cuando el valor de los activos identificables de un BCN exceda o no alcance el valor de su base de pasivos, la diferencia se compensará aplicando a su importe el tipo de interés marginal vigente aplicado a las operaciones principales de financiación.

En el siguiente cuadro se muestra el detalle de estos ingresos en los ejercicios 2013 y 2012:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Ingresos monetarios puestos en común	-1.840,53	-2.342,71	502,18
Ingresos monetarios asignados	1.980,50	2.787,66	-807,16
Dotación a la provisión por operaciones de política monetaria y pérdidas del BCE	33,58	69,22	-35,64
TOTAL	173,55	514,17	-340,62

Los ingresos monetarios puestos en común por el Eurosistema se asignan o redistribuyen entre los BCN de acuerdo con su clave en el capital suscrito del BCE. La diferencia entre los ingresos monetarios puestos en común por el Banco de España en 2013, que ascienden a 1.840,53 millones de euros, y los que le han sido asignados, que ascienden a 1.980,29 millones de euros, equivale a una asignación neta de 139,76 millones de euros. Dicha asignación neta hay que incrementarla en 0,20 millones por la participación del Banco de España en la recuperación de gastos y pérdidas realizadas en ejercicios anteriores. En comparación con 2012, se ha producido una disminución de estos resultados de 340,62 millones de euros.

La causa fundamental que explica la asignación neta positiva de 139,97 millones radica en que, en una serie de bancos centrales del Eurosistema, se han mantenido facilidades de

depósito y depósitos a plazo por importes muy superiores a los que les corresponden según sus claves de participación, estos depósitos son remunerados a tipos de interés muy bajos, por lo que los gastos financieros que estos BCN pueden deducir para determinar los ingresos monetarios son reducidos.

Además, y por lo que respecta a la provisión para cubrir riesgos de contraparte en la instrumentación de las operaciones de política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado, el 23 de enero de 2014, la cancelación de la provisión. De acuerdo con ello, el Banco de España ha liberado la provisión constituida (33,58 millones), quedando sin saldo a 31 de diciembre de 2013 por haber desaparecido los riesgos cubiertos.

9 OTROS INGRESOS Y QUEBRANTOS

Recoge los ingresos y quebrantos que no tienen cabida en otros epígrafes, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle en ambos ejercicios es el siguiente:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Resultados extraordinarios	0,58	-7,18	7,76
Mutualidad de empleados	—	-2,24	2,24
Diversos	120,30	4,87	115,43
TOTAL	120,88	-4,55	125,43

Como puede observarse, este epígrafe presenta unos resultados netos de 120,88 millones, frente a las pérdidas registradas en 2012 por un importe de 4,55 millones.

Con respecto al ejercicio anterior, el resultado neto de este epígrafe ha aumentado en 125,43 millones, fundamentalmente por los beneficios obtenidos en la venta, en el mes de noviembre, de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros SA (117,42 millones de euros).

10 GASTOS DE PERSONAL

Esta rúbrica incluye los conceptos de haberes y emolumentos, cuotas de seguros sociales, acción social y las aportaciones al Plan de Pensiones.

Por componentes, su variación es la que se muestra a continuación:

En millones de euros y porcentaje

	2013	2012	Variación	(%)
Gastos brutos de personal	219,34	212,18	7,16	3,4
Haberes y emolumentos	162,68	160,27	2,41	1,5
Cuotas de seguros sociales	32,11	31,05	1,06	3,4
Acción social y plan de pensiones	24,55	20,85	3,70	17,7
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-1,51	-1,27	-0,24	18,9
TOTAL	217,83	210,91	6,92	3,3

Su importe ha pasado de 210,91 millones de euros en 2012 a 217,83 millones en 2013, con un aumento de 6,92 millones de euros (3,3 %). Los principales motivos que explican este aumento son el abono de la paga extraordinaria de diciembre de 2013 (paga que no se abonó en 2012) y la dotación a la provisión derivada de la firma del convenio colectivo para los ejercicios 2011-2014 (véase nota 27 del balance).

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla, que incluye el personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2013	2012	Variación	%
Número medio de personas empleadas	2.655,3	2.655,9	-0,7	—
Grupo directivo	1.656,3	1.637,1	19,2	1,2
Grupo administrativo	826,6	840,4	-13,8	-1,6
Resto	172,4	178,4	-6,0	-3,4

A 31 de diciembre de 2013, la plantilla total del Banco ascendía a 2.645 empleados, con un incremento de 25 efectivos respecto a la misma fecha del año anterior. En cuanto a la composición de la plantilla por sexos, a 31 de diciembre de 2013 el porcentaje de mujeres alcanza el 44,1 % del total de la plantilla del Banco.

Por lo que se refiere al régimen de retribuciones de los miembros de los Órganos de Gobierno, lo fija el ministro de Economía y Competitividad de acuerdo con lo establecido en la Ley de Autonomía del Banco de España. Durante 2013, el Gobernador ha percibido un salario bruto de 166,35 miles de euros y el subgobernador ha percibido 195,73 miles de euros. Los miembros no natos del Consejo de Gobierno perciben un salario anual bruto de 51,80 miles de euros; en caso de que pertenezcan a la Comisión Ejecutiva, el salario anual bruto es de 64,98 miles de euros.

Además de lo anterior, los miembros de los Órganos de Gobierno, y de acuerdo con su adscripción particular, perciben cantidades iguales en concepto de dietas por asistencia a las sesiones de dichos órganos, fijadas en 1.026,79 euros por sesión del Consejo de Gobierno y en 492,46 euros por sesión de la Comisión Ejecutiva.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje

	2013	2012	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	129,44	123,54	5,90	4,8
Alquileres y mantenimientos	33,09	34,74	-1,65	-4,7
Materiales y suministros	11,59	11,67	-0,08	-0,7
Servicios externos	67,27	61,67	5,59	9,1
Formación, promoción y selección	4,51	3,74	0,77	20,6
Gastos diversos de funcionamiento	12,99	11,73	1,26	10,7
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-3,97	-4,16	0,18	-4,4
TOTAL	125,46	119,38	6,08	5,1

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2013 los gastos más relevantes han sido, al igual que el pasado año, los de servicios externos (67,27 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (41,10 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (33,09 millones), cuyas partidas más importantes han sido los de alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (17,44 millones) y de inmuebles (10,54 millones).

En 2013 se han registrado unos mayores gastos en bienes y servicios (6,08 millones de euros). El mayor incremento del epígrafe se encuentra localizado en «Servicios externos» (5,59 millones), debido fundamentalmente al incremento de los gastos informáticos (4,37 millones) y en gastos de funcionamiento, debido a los gastos de publicidad de la SEPA (1,05 millones).

Dentro de «Servicios externos» se incluyen 128.470,87 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, (Deloitte, SL: 74.115,37 euros y KPMG Auditores, SL: 54.355,50 euros), por la realización de trabajos de auditoría sobre las cuentas anuales del Banco, así como sobre determinados aspectos de la gestión del Banco de España de las reservas del Banco Central Europeo, por solicitud del auditor externo de dicha institución, siendo este el único servicio prestado por el auditor al Banco. Durante el ejercicio no se han recibido servicios de otras empresas vinculadas al auditor, ni por tanto satisfecho cantidad alguna.

12 AMORTIZACIÓN
DEL INMOVILIZADO

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje

	2013	2012	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y obras de remodelación	2,54	2,49	0,05	2,0
Amortización de instalaciones	9,06	9,00	0,06	0,7
Amortización de mobiliario y enseres	2,15	2,11	0,05	2,2
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,58	2,10	-0,52	-24,9
Amortización de equipos para procesos de información	5,39	5,58	-0,19	-3,4
Amortización de elementos de transporte	0,37	0,48	-0,11	-23,0
Amortización de otro inmovilizado material	0,31	0,33	-0,02	-6,0
Amortización del fondo bibliográfico	0,46	0,49	-0,02	-4,6
Amortización de aplicaciones informáticas	8,56	8,02	0,54	6,7
TOTAL	30,43	30,60	-0,17	-0,6

13 COSTES DE PRODUCCIÓN
DE BILLETES

Su importe (70,31 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Casa de la Moneda. El aumento respecto al ejercicio anterior (22,88 millones de euros) se ha debido al mayor volumen de billetes suministrados por la FNMT según se muestra en el siguiente cuadro:

Serie	Denominación	Billetes facturados (en millones de billetes)	
		Diciembre de 2013	Diciembre de 2012
1	50 €	414,7	155,7
2	10 €	80,1	—
2	5 €	483,5	499,2
	TOTAL	978,3	654,9

14 DOTACIONES
Y APLICACIONES A OTROS
FONDOS Y PROVISIONES

Recoge las dotaciones efectuadas a fondos de naturaleza diversa y sus aplicaciones, así como la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico Sociales.

En el ejercicio 2013 se han excluido de este epígrafe varias partidas que han pasado a formar parte del epígrafe «Gastos por intereses», por considerar que su naturaleza se corresponde más fielmente con ese apartado. El importe de 2012 que ha sido reclasificado asciende a -3,71 millones.

En el siguiente cuadro se muestra la dotación neta a estos fondos:

En millones de euros

	2013	2012	Variación
Provisión cobertura del riesgo operacional patrimonial	15,92	0,33	15,59
Provisión por socorros por fallecimiento y jubilación	5,27	2,57	2,70
Provisión para pagos a prejubilados y jubilados	5,25	8,01	-2,76
Provisión para riesgos y gastos diversos	3,78	0,15	3,63
Otros	-0,93	—	-0,93
Fondo de Atenciones Benéfico Sociales	9,47	11,57	-2,10
TOTAL	38,75	22,63	16,13

El saldo neto de la dotación y aplicación a otros fondos y provisiones en 2013 ha ascendido a 38,75 millones de euros, frente a 22,63 millones en 2012. Destaca la dotación neta de la provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial por 15,92 millones (véase nota 27 al balance) y la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico Sociales por un importe de 9,47 millones de euros en 2013, frente a 11,57 millones dotados en 2012, lo que ha supuesto un menor gasto de 2,10 millones. En este ejercicio también se han dotado la provisión para gastos relacionados con prejubilados y jubilados, por un importe de 5,35 millones de euros, la provisión por socorros por fallecimiento y jubilación (5,27 millones) y para riesgos por litigios por un importe de 3,96 millones.

El Banco de España, por la naturaleza de las funciones que desarrolla, no es una empresa con alto riesgo medioambiental. Por ello, durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

15 BENEFICIO DEL EJERCICIO

De acuerdo con el artículo 1.1.b) del Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre, el Banco de España debe ingresar en el Tesoro, el primer día hábil del mes de marzo, el 90 % de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontando el ingreso realizado el día 1 del mes de diciembre del año anterior.

El anticipo al Tesoro del 70 % de los beneficios del Banco a 30 de septiembre de 2013, que se efectuó el pasado 2 de diciembre de 2013, fue de 1.385,56 millones de euros²¹.

Teniendo en cuenta que el beneficio del ejercicio ha ascendido a 3.147,58 millones de euros y con objeto de completar el reparto del beneficio hasta alcanzar el 90 % del mismo, el 3 de marzo de 2014 se ha efectuado un ingreso en el Tesoro de 1.447,26 millones de euros.

²¹ De acuerdo con el mencionado Real Decreto, el acuerdo de ingreso debe tomar en consideración la evolución previsible de los resultados hasta el final del ejercicio. Por este motivo, se tuvieron en cuenta una serie de factores que suponían un riesgo de menor beneficio, estimado en 1.443,08 millones de euros. Por tanto, de la cifra de resultados del Banco de España a 30 de septiembre, que ascendía a 3.422,45 millones, se dedujo dicho importe, resultando un beneficio de 1.979,37 millones; cuyo 70 % se ingresó en el Tesoro.

A continuación se detallan las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2013:

En millones de euros

1 Beneficios totales del ejercicio 2013	3.147,58
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público	2.832,82
El 2.12.2013	1.385,56
El 3.3.2014, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90 % de los beneficios a 31.12.2013	1.447,26
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público	314,76
Cuando se aprueben las cuentas de 2013	314,76

3.4 Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización

El siguiente cuadro muestra el conjunto de las variaciones que han tenido lugar durante el ejercicio y que incluyen, además del resultado contable, las plusvalías netas no reconocidas como ingresos en la cuenta de resultados, la variación de las provisiones y el efecto patrimonial de la aplicación de los resultados del ejercicio.

En millones de euros

	Capital	Reservas	Cuentas de revalorización	Beneficio pendiente de aplicación	Provisiones para riesgos	Total
A) SALDOS AL INICIO DEL EJERCICIO 2013	1.000,00	950,00	12.568,59	2.112,69	7.299,78	23.931,07
1 Plusvalías netas no reconocidas en pérdidas y ganancias			-3.530,07			-3.530,07
En oro			-3.530,59			-3.530,59
En divisas			-888,43			-888,43
En valores			904,99			904,99
Otras			-16,04			-16,04
2 Variación de las provisiones		-50,19			1.454,09	1.403,89
3 Resultado neto del ejercicio 2013				3.147,58		3.147,58
4 Aplicación de resultados				-3.498,25		-3.498,25
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2012				-2.112,69		-2.112,69
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2013				-1.385,56		-1.385,56
B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO						
B = 1 + 2 + 3 + 4		-50,19	-3.530,07	-350,68	1.454,09	-2.476,86
C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2013						
C = A + B	1.000,00	899,81	9.038,52	1.762,02	8.753,87	21.454,21

Las variaciones reflejadas en este cuadro ya se han explicado en las notas del balance y de la cuenta de resultados que hacen referencia a las provisiones (nota 27 del balance), cuentas de revalorización (nota 28 del balance), capital (nota 29 del balance), reservas (nota 30 del balance) y beneficio del ejercicio (nota 31 del balance y nota 15 de la cuenta de resultados).

El patrimonio neto se ha reducido en 2013 en 2.476,86 millones debido a la disminución de las plusvalías latentes en oro (3.530,59 millones) y al incremento de la provisión para riesgos financieros.

3.5 Gestión de riesgos

El Banco de España está expuesto a riesgos financieros (riesgo de mercado y riesgo de crédito) y a un riesgo operacional que, como consecuencia de su actividad, podría tener tanto un impacto patrimonial y reputacional importante, como un impacto en la capacidad del Banco para seguir cumpliendo con sus objetivos.

El Banco de España gestiona todos sus riesgos, teniendo en cuenta la diferente naturaleza.

Todos los sistemas y procedimientos establecidos para la evaluación, control, seguimiento y mitigación de los riesgos están sometidos a una evaluación periódica, con el objetivo de garantizar que son los adecuados para el fin para el que han sido establecidos y que se aplican de modo coherente.

En la actualidad los departamentos de Operaciones e Intervención General, son los encargados de la identificación, evaluación, control, seguimiento, mitigación e información de los riesgos.

La Comisión Ejecutiva es el órgano encargado de aprobar las normas aplicables a la gestión de los activos financieros del Banco de España, así como las diferentes metodologías que se deban aplicar para la estimación y mitigación de los riesgos financieros.

La Comisión de Operaciones, reunida diariamente, propone la distribución por divisas, los instrumentos autorizados y los límites por emisor y contrapartidas. Es el órgano encargado de fijar el objetivo de duración modificada de los *benchmark* estratégicos (largo plazo) y tácticos (corto plazo) de las carteras de negociación en euros y en dólares USA. El Comité de Gestión de Riesgos es el encargado de proponer las metodologías sobre evaluación de riesgos y los niveles de provisiones para su elevación a la Comisión Ejecutiva.

A finales de 2013 se ha creado el Departamento de Riesgos Financieros, que se encargará en el futuro de la definición, desarrollo e implementación de las políticas de riesgos, así como de su medición, control e información para los Órganos de Gobierno del Banco de España.

1 RIESGOS FINANCIEROS

Los riesgos financieros comprenden el riesgo de mercado, el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito. De acuerdo con la evaluación de riesgos elaborada en el Banco de España en 2013, el principal riesgo, desde el punto de vista cuantitativo, es el riesgo de mercado derivado de las fluctuaciones en los tipos de cambio e interés. Además, el Banco de España también está expuesto, aunque en menor medida, al riesgo de crédito.

1.1 Riesgo de mercado

El riesgo de mercado agrupa tanto al riesgo de tipo de interés y al riesgo de tipo de cambio, como al riesgo por precio del oro.

Riesgo por tipo de interés

El riesgo por tipo de interés es la probabilidad o posibilidad de que el Banco de España incurra en pérdidas, como consecuencia de las fluctuaciones en los tipos de interés.

La exposición a este tipo de riesgo de las inversiones del Banco deriva, principalmente, de los valores de renta fija incluidos en la cartera de negociación, ya que los movimientos en los tipos de interés afectan a su valor de mercado²². El nivel de exposición a este riesgo depende del volumen de las tenencias de dicha cartera, de su duración y de la volatilidad de los tipos de interés.

²² La cartera de negociación del Banco se valora contablemente a precios de mercado, mientras que la cartera a vencimiento permanece valorada por su coste amortizado.

La Comisión de Operaciones del Banco establece la duración modificada de los *benchmark* estratégicos y tácticos de las carteras de negociación en euros y en dólares USA, estableciendo unos límites a través de bandas de fluctuación en +/- 0,25. El 17 de diciembre de 2013, la duración objetivo de los *benchmark* tácticos de las carteras de dólares y euros se fijaron en 1 y 3 respectivamente.

Asimismo, el nivel de riesgo se cuantifica a través de la metodología de Valor en Riesgo (VaR), calculando la máxima pérdida esperada ante variaciones de tipos de interés, con un horizonte temporal de un año y un intervalo de confianza del 99 %. La cifra de VaR calculada según esta metodología, para la cartera de negociación, es el factor principal para determinar el importe que se va a provisionar por riesgo de tipo de interés.

A 31 de diciembre de 2013, la exposición al riesgo por tipo de interés de la cartera de negociación se ha valorado en 2.288 millones de euros, y está cubierta en su totalidad por la provisión para riesgos financieros.

Riesgo por tipo de cambio
y precio del oro

El riesgo por tipo de cambio es la probabilidad o posibilidad de que el Banco de España incurra en pérdidas como consecuencia de los movimientos de los tipos de cambio de las divisas que forman parte de su posición.

La exposición a este riesgo deriva de la posición en divisas y de la volatilidad de los tipos de cambio.

El riesgo por tipo de cambio es gestionado estableciendo volúmenes máximos a la inversión en cada divisa.

El Banco de España cuantifica la exposición a este riesgo y para las monedas de más peso (USD y DEG), utilizando la metodología de VaR, calculando la máxima pérdida esperada, con un intervalo de confianza del 99 % y un horizonte temporal de un año.

De acuerdo con el VaR calculado a 31 de diciembre de 2013, el riesgo por tipo de cambio asciende a 4.919 millones de euros, cifra que se ha cubierto en su totalidad con la provisión para riesgos financieros.

Por otra parte, en cuanto al riesgo por precio del oro, la exposición a este riesgo depende de las tenencias de oro y de la volatilidad de su precio, y está cubierto en su totalidad por las cuentas de revalorización existentes.

1.2 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es la posibilidad o probabilidad de incurrir en pérdidas derivadas de que la entidad se vea forzada a liquidar sus activos antes de su vencimiento, para poder hacer frente a sus obligaciones.

El Banco de España, como banco central perteneciente al Eurosistema, no tiene riesgo de liquidez.

1.3 Riesgo de crédito

El riesgo de crédito es la posibilidad o probabilidad de que el Banco de España incurra en pérdidas como consecuencia del incumplimiento, en todo o en parte, de las obligaciones contractuales de los emisores, contrapartidas o depositarios de sus activos financieros, o las pérdidas derivadas del deterioro de su calidad crediticia.

La exposición al riesgo de crédito depende del volumen de la inversión y de la calidad crediticia de las contrapartidas.

El riesgo de crédito es gestionado a través de la selección de contrapartidas solventes y del establecimiento de límites cuantitativos por contrapartida, emisor y activo, exigiendo seguridad en las inversiones y evitando el riesgo de concentración.

El Banco de España valora el riesgo de crédito, a través de la metodología VaR, con un nivel de confianza del 99 % y para un horizonte temporal de un año.

El riesgo de crédito estimado a 31 de diciembre de 2013 con la metodología VaR es de 1.506 millones de euros, cifra que determina en su totalidad el importe que se debe provisionar por riesgo de crédito.

El riesgo de crédito de los préstamos de política monetaria no es objeto de valoración al tratarse de operaciones garantizadas con colaterales adecuados, por lo que su riesgo residual es muy pequeño. Este riesgo es gestionado de acuerdo con las normas del Eurosistema.

Asimismo, el Banco de España comparte los riesgos derivados de los valores adquiridos dentro del Programa para los Mercados de Valores (*Security Market Programme*) y de los préstamos de política monetaria, de acuerdo con la clave de participación en el capital del BCE, que en el ejercicio 2013 es del 11,87 %.

2 RIESGO OPERACIONAL

El Banco de España define el riesgo operacional como el riesgo de incurrir en pérdidas debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos, o bien a causa de acontecimientos externos a la organización. Dichas pérdidas vienen determinadas por el impacto patrimonial, reputacional y sobre la consecución de los objetivos del Banco que pudiera ocasionar la materialización de un evento de riesgo.

El Sistema de Gestión del Riesgo Operacional desarrollado por el Banco siguiendo las directrices marcadas en el documento *Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital* (BIS, Basilea II, junio 2004), recoge un conjunto de políticas, funciones y procedimientos con el fin de garantizar la gestión de riesgo operacional.

Este sistema tiene su punto de partida en el inventario de las funciones, procesos y actividades que cada área organizativa del Banco desarrolla y que conforman el Mapa de Procesos, como requisito previo a la posterior identificación de los riesgos a los que está sometido el ejercicio de dicha responsabilidad y que constituyen el Mapa de Riesgos. Dicha identificación se basa en el análisis de las posibles contingencias que pudieran afectar a su funcionamiento y de las medidas específicas que se adoptan con el propósito de evitar que el suceso ocurra y/o de reducir el daño que se ocasionaría si finalmente ocurriera.

Con el fin de determinar la importancia relativa de los riesgos identificados, estos son evaluados cualitativamente atendiendo: 1) al impacto o daño que pudieran causar —ya sea de carácter financiero, sobre la reputación del Banco y/o en términos de incumplimiento de sus objetivos—, y 2) a la frecuencia con que pudieran acontecer. Los riesgos así medidos se ubican en la Matriz de Tolerancia al Riesgo para establecer los niveles de actuación y los umbrales de elevación a los órganos de decisión correspondientes. Las áreas de negocio ponen en conocimiento del Comité de Gestión de Riesgos los riesgos más relevantes, junto con las posibles medidas de mitigación para reducir la severidad y frecuencia de

las contingencias identificadas, y es este órgano el encargado de aprobarlas y de aceptar los riesgos residuales. Los resultados de la autoevaluación que realizan las áreas son contrastados con la información extraída del registro sistemático de sucesos o eventos de pérdida acontecidos, con el fin de ajustar su impacto y/o frecuencia de ocurrencia a la realidad de los hechos.

Asimismo, el sistema incluye un enfoque cuantitativo de tipo VaR para el cálculo de la exposición al riesgo operacional patrimonial, que emana del Método de Medición Avanzada o *Advanced Measurement Approach* (AMA), que puede servir de referencia para decidir sobre la posible cobertura genérica de dicho riesgo a través de la correspondiente provisión. La metodología VaR del Banco estima la máxima pérdida financiera o valor en riesgo por pérdidas operacionales de tipo patrimonial, con un nivel de confianza del 99,9 % y para un horizonte temporal de un año.

La exposición al riesgo operacional patrimonial, a 31 de diciembre de 2013, asciende a 407 millones de euros, y se ha dotado el 10 % de dicho importe en forma de provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial.

4 INFORMACIÓN ESPECÍFICA REQUERIDA POR EL ARTÍCULO 4.2 DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA, DE 1 DE JUNIO DE 1994

4.1 Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito

Con fecha 15 de octubre de 2011 entró en vigor el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y se declara la disolución de los tres fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito existentes hasta entonces. La aportación del Banco de España al Fondo de Garantía de Depósitos continúa regulada por el artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, donde las referencias a los fondos disueltos se entenderán realizadas al nuevo fondo.

El Real Decreto 2606/1996 estableció que el Fondo de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrá nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2013, el Banco de España no hizo aportación alguna a este fondo.

4.2 Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2013, con tipos de interés inferiores a los utilizados como referencia, con objeto de estimar el lucro cesante del ejercicio, en virtud de lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

En millones de euros y porcentaje

Tipo de crédito/préstamo	Saldo medio en 2013	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	1.441,64	–	0,55	7,93
Préstamos para vivienda y anticipos a empleados	36,59	0,05	0,55	0,18
Préstamos para vivienda	6,04	0,28	0,55	0,02
Anticipos reintegrables	30,55	–	0,55	0,17
TOTAL	1.478,23	–	0,55	8,11

En el apartado «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 menos los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España, cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante implícito en todos los créditos ha sido la media diaria del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.

4.3 Otras operaciones

El 26 de marzo de 2007 se firmó un acuerdo con la Administración General del Estado, por el que se decidió acelerar el calendario de amortización de los créditos que fueron otorgados a aquel con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994 (Crédito Ley 3/1983, Crédito Ley 4/1990 y Crédito por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales), de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos, abonando en la fecha de la amortización el precio efectivo de mercado en lugar de su importe nominal. En virtud de dicho acuerdo, en 2013 se

pagaron dos cuotas de los créditos citados (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original), adelantándose la fecha de pago de todos ellos del 31 de diciembre al 30 de abril. De acuerdo con lo anterior, el 30 de abril de 2013 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 876,44 millones de euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha correspondiente a un nominal de 971,68 millones.



KPMG Auditores S.L.
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

Informe de Auditoría de Cuentas Anuales

Al Excmo. Sr. Gobernador del Banco de España,

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que, de acuerdo con el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, comprenden el balance al 31 de diciembre de 2013, la cuenta de resultados y la memoria explicativa correspondiente al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

Responsabilidad sobre las Cuentas Anuales

La Comisión Ejecutiva del Banco de España es responsable de organizar el Banco y efectuar el nombramiento de los directores generales del mismo. De acuerdo con lo establecido en el Reglamento Interno del Banco de España, la Dirección General de Servicio es responsable de la elaboración de las cuentas anuales de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1. de la memoria explicativa adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Esta responsabilidad, ejercida a través de la Intervención General, incluye la fiscalización de las operaciones y, por tanto, el diseño, implantación y mantenimiento de los controles internos relevantes necesarios para la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales libres de errores materiales, debidos a fraude o error, seleccionando y aplicando normas contables adecuadas y haciendo las estimaciones que se consideren razonables en virtud de las circunstancias (Véase Nota 3.1.3. de la memoria explicativa adjunta). Conforme a lo establecido en el artículo 21. G) de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del banco de España, dichas cuentas anuales son formuladas por el Consejo de Gobierno del Banco de España.

Responsabilidad del Auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que cumplamos determinados requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría de forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales están libres de errores o irregularidades significativos.

Una auditoría conlleva la aplicación de procedimientos encaminados a obtener evidencia justificativa de los importes y desgloses incluidos en las cuentas anuales. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, que incluye la evaluación de los riesgos de que se produzcan errores o irregularidades significativas en las cuentas anuales, ya sea por fraude o error. Al evaluar estos riesgos, el auditor tiene en cuenta el sistema de control interno aplicable a la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales por parte de la entidad con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados dadas las circunstancias, y no con el fin de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la entidad. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la entidad, así como la evaluación de la presentación global de las cuentas anuales. Consideramos que las evidencias que hemos obtenido son suficientes y adecuadas para ofrecer una base sobre la que formular nuestra opinión de auditoría.

KPMG Auditores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada, es una filial de KPMG Europe LLP y firma miembro de la red KPMG de firmas independientes afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), sociedad suiza.

Reg. Mer Madrid. T. 11.961. F. 90.
Sec. 8. H. M-188.007. Inscrp. 9
N.I.F. B-78510153

Opinión

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2013 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del Banco de España a 31 de diciembre de 2013 y de los resultados de sus operaciones correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con las normas y principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1. de la memoria explicativa adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

KPMG Auditores, S.L.



María Eugenia Fernández-Villarán Ara

30 de abril de 2014

2 INFORME DE LA COMISIÓN DE AUDITORÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa, D.^a Carmen Alonso Ledesma y D. Maximino Carpio García, integran la Comisión de Auditoría del Banco de España designada por el citado Consejo de Gobierno. De acuerdo con lo establecido en el artículo 29 del Reglamento Interno del Banco de España, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2013.

En virtud de dicho precepto reglamentario, la Comisión de Auditoría ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) estudio de las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2013, elaboradas por la Dirección General de Servicios del Banco de España; 2) estudio de la auditoría del balance y de la cuenta de resultados del Banco de España correspondientes a 2013, realizada por su Auditoría Interna; 3) estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) entrevistas con los responsables de la auditoría externa independiente, del Departamento de Auditoría Interna y de Intervención General, y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por la Intervención General.

La conclusión fundamental de nuestro informe es que, del análisis efectuado, del examen de los procedimientos con que se desarrolla la contabilización, y del registro de los hechos contables, así como de los controles internos que se llevan a cabo, se desprende que las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2013 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 7 de abril de 2014.



ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA



CARMEN ALONSO LEDESMA



MAXIMINO CARPIO GARCÍA

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español, publicadas durante 2013 y el primer trimestre de 2014.

Concretamente, se recoge un extracto de las normas legales más significativas, siguiendo un orden cronológico con agrupación mensual. Cuando varias disposiciones de distinto rango constituyen el desarrollo normativo de un mismo tema, se agrupan en el apartado correspondiente a la fecha de la disposición de mayor rango. Estas disposiciones han sido comentadas ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el *Boletín Económico* del Banco de España.

Al final del anejo se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones entre enero de 2013 y marzo de 2014, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron comentadas.

24.4.2014.

1 PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2013 HASTA MARZO DE 2014

ENERO 2013

BANCO CENTRAL EUROPEO: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.—Se publicó la *Orientación BCE/2013/2, de 23 de enero* (DOUE del 5 de febrero), que modifica la *Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto*, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía. También se publicó la *Resolución de 5 de marzo de 2013* (BOE del 7), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, sobre medidas adicionales temporales relativas a las operaciones de política monetaria, que modifica la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar las novedades de la orientación antes citada.

La *Orientación BCE/2012/18* facultaba al Eurosistema para que las entidades de contrapartida pudieran reducir el importe de determinadas operaciones de financiación a largo plazo, o poner fin a dichas operaciones, antes de su vencimiento (acciones conjuntamente denominadas como «amortización anticipada»). La *Orientación BCE/2013/2* detalla el procedimiento de amortización con la finalidad de que los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro apliquen las mismas condiciones, que se harán públicas en el anuncio de la correspondiente subasta o por cualquier otro medio que se considere apropiado. Por su parte, las entidades deberán notificar a su BCN el importe que desean amortizar y la fecha en la que tengan intención de hacerlo con, al menos, una semana de antelación. En principio, y salvo que se disponga lo contrario, la amortización anticipada podrá tener lugar en cualquier fecha que coincida con la liquidación de una operación principal de financiación, siempre que, la entidad lo haya notificado una semana antes de la fecha correspondiente. Esta notificación tendrá carácter vinculante para la entidad de contrapartida, de modo que, si no se ejecuta dicha amortización en la fecha prevista, podrá ser objeto de las sanciones pecuniarias correspondientes.

La orientación y la resolución entraron en vigor el 7 de marzo de 2013.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MARCO DE UNA INFRAESTRUCTURA DE CLAVE PÚBLICA PARA LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS ELECTRÓNICOS.—Se publicó la *Decisión BCE/2013/1, de 11 de enero* (DOUE del 16 de marzo), que establece el marco de una infraestructura de clave pública para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). La decisión establece las líneas generales de esta infraestructura propia del Eurosistema (en adelante, ESCB-PKI) capaz de emitir, gestionar, revocar o renovar todo tipo de certificados electrónicos, tales como certificados personales y técnicos para usuarios del SEBC o ajenos al SEBC.

Únicamente podrán acceder y utilizar las aplicaciones, sistemas, plataformas y servicios electrónicos del SEBC y del Eurosistema los usuarios que hayan sido autenticados mediante un certificado electrónico emitido y gestionado por autoridades certificadoras aceptadas por el SEBC, de acuerdo con el marco de aceptación de certificados del SEBC, incluida la autoridad certificadora de la ESCB-PKI, o por autoridades certificadoras aceptadas por el SEBC a los efectos de TARGET2 y TARGET2 *Securities*.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2013 Y ENERO DE 2014.—Se publicaron la *Orden ECC/1/2013, de 2 de enero* (BOE del 3), que dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014, que incluye como novedad

este año las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas, y las *resoluciones de 22 y de 29 de enero de 2013* (BOE del 28 y del 31, respectivamente), de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y para el mes de enero del siguiente.

Las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), que se aplican a partir del 1 de enero de 2013 a todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización superior a un año, son un conjunto de reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos.

Por otro lado, se mantienen, en general, los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes para la deuda del Estado. Como novedad, en las ofertas no competitivas, el importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta no podrá exceder de cinco millones de euros (antes, un millón de euros). Se permite que ciertas entidades presenten peticiones no competitivas por un valor nominal máximo de 500 millones de euros (antes, el límite máximo era de 300 millones de euros). Las peticiones tendrán como precio de adjudicación, en todos los casos, el precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

Con la finalidad de que las CAC no afecten a las letras del Tesoro, se suprimen las emisiones de letras a dieciocho meses, que se sustituyen por letras a nueve meses. De esta forma, a partir del mes de febrero de 2013 se subastan letras a tres, seis, nueve y doce meses, y cada referencia será susceptible de adquisición por subasta con una regularidad de tres meses para facilitar un grado de liquidez suficiente desde su emisión. Se establece que, a partir del citado mes de febrero, las subastas tengan lugar el tercer martes de cada mes para las letras a seis y doce meses, y el martes siguiente para las de tres y nueve meses.

La orden entró en vigor el 3 de enero de 2013, y las resoluciones, el 28 y el 31 de enero de ese mismo año, respectivamente.

CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Resolución de 10 de enero de 2013 del Tesoro* (BOE del 21), que modifica la de 20 de julio 2012, por la que se establecen las condiciones de actuación de los creadores de mercado de deuda pública del Reino de España.

La resolución elimina la segunda vuelta en las subastas especiales y, por lo tanto, desaparece la obligación de los creadores de mercado de participar en ellas, así como el cómputo de las suscripciones en dichas subastas a efectos de la evaluación mensual de los creadores de mercado.

La resolución entró en vigor el 21 de enero de 2013.

MERCADO DE VALORES: OBLIGACIONES DE COMUNICACIÓN A LA CNMV DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—Se publicó la *Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV* (BOE del 19 de febrero), sobre comunicación de informaciones relativas a las empresas de servicios de inversión (ESI) y sus sociedades dominantes, y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).

Las ESI y las SGIIC están obligadas a comunicar a la CNMV información sobre los siguientes supuestos: 1) en el caso de las ESI, el nombramiento de nuevos cargos de

administración o dirección, así como los de sus entidades dominantes, deberá ser objeto de comunicación previa, mientras que en las SGIIC se lo comunicarán posteriormente a la aceptación del cargo; 2) cualquier transmisión de acciones que formen parte de su capital en el plazo de siete días hábiles desde la fecha en que tuvieran conocimiento de ella, informando de la composición final de su accionariado; 3) la apertura y el cierre de sucursales en territorio nacional, indicando domicilio, director, ámbito geográfico de actuación y fecha de apertura o de cierre; 4) las modificaciones de las actividades e instrumentos incluidos en los programas de actividades o modificaciones de los estatutos que no requieran autorización de la CNMV para su constancia en el registro, y 5) las relaciones de los agentes de las ESI y las delegaciones de funciones administrativas, de control interno y de la actividad de análisis y de selección de inversiones de las SGIIC.

La circular entró en vigor el 11 de marzo de 2013.

UNIÓN EUROPEA: COOPERACIÓN REFORZADA EN EL ÁMBITO DEL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS.—Se publicó la *Decisión 2013/52/UE del Consejo, de 22 de enero de 2013* (DOUE del 25), por la que se establece una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras (ITF). Concretamente, se autoriza a once Estados miembros (Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia) a instaurar entre sí una cooperación reforzada en el ámbito del establecimiento de un sistema común del ITF.

La decisión entró en vigor el 22 de enero de 2013.

FEBRERO 2013

REGULACIÓN DE LA INVERSIÓN DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS EN VALORES O DERECHOS MOBILIARIOS EMITIDOS POR LA SAREB.—Se publicó el *Real Decreto-ley 2/2013, de 1 de febrero* (BOE del 2), de medidas urgentes en el sistema eléctrico y en el sector financiero.

En el ámbito financiero, se aborda la regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la Sareb. En concreto, los activos emitidos por la Sareb se pueden incluir entre los activos aptos para la cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, no excediendo del límite del 3 % del total de las provisiones. Se valorarán por su coste, tal como se define en el plan de contabilidad de entidades aseguradoras. Además, a efectos del margen de solvencia, no se computarán las plusvalías o minusvalías no realizadas, contabilizadas o no, derivadas de dichos activos.

El real decreto-ley entró en vigor el 2 de febrero de 2013.

CONTRATOS DE CRÉDITO PARA CONSUMO: NUEVOS SUPUESTOS DE CÁLCULO DE LA TAE.—Se publicó la *Orden ECC/159/2013, de 6 de febrero* (BOE del 8), que modifica la parte II del anexo I de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. La orden transpone a nuestro ordenamiento jurídico los supuestos adicionales para calcular la TAE, que adoptó la Directiva 2011/90/UE de la Comisión, de 14 de noviembre de 2011, por la que se modifica la parte II del anexo I de la Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en la que se establecen supuestos adicionales para calcular la TAE.

La orden entró en vigor el 9 de febrero de 2013.

MEDIDAS DE APOYO AL EMPRENDEDOR Y DE ESTÍMULO DEL CRECIMIENTO Y DE LA CREACIÓN DE EMPLEO.—Se publicó el *Real Decreto-ley 4/2013, de 22 de febrero* (BOE del 23), de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo, cuya entrada en vigor fue el 23 de febrero.

Las novedades más importantes desde el punto de vista financiero y fiscal son las siguientes: 1) se regula la posibilidad de que las entidades aseguradoras puedan invertir en valores admitidos a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) o en otro sistema multilateral de negociación, así como en entidades de capital riesgo, y que dichas inversiones sean consideradas aptas para la cobertura de provisiones técnicas; 2) se suprime, en determinados casos, el límite impuesto a las sociedades de capital que no podían realizar emisiones de obligaciones por un importe superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado; 3) se establece un marco fiscal más favorable para el autónomo que inicia una actividad emprendedora, con el objetivo de incentivar la creación de empresas y de reducir la carga impositiva durante los primeros años de ejercicio de una actividad; 4) se reduce de 60 a 30 días naturales el plazo de pago que debe cumplir el deudor (si no se hubiera fijado la fecha o el plazo de pago en el contrato), después de la fecha de recepción de las mercancías o de la prestación de los servicios, incluso cuando hubiera recibido la factura o solicitud de pago equivalente con anterioridad, y 5) se incrementa el tipo legal de interés de demora que, llegado el caso, el deudor estará obligado a pagar al acreedor, que pasa de siete a ocho puntos porcentuales, a los que se han de sumar al tipo de interés aplicado por el BCE a su más reciente operación principal de financiación.

MARZO 2013

PROTECCIÓN A LOS TITULARES DE DETERMINADOS PRODUCTOS DE AHORRO E INVERSIÓN Y OTRAS MEDIDAS DE CARÁCTER FINANCIERO.—Se publicó el *Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo* (BOE del 23), de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

El real decreto-ley introduce ciertos mecanismos con el fin de agilizar la resolución de controversias, principalmente por medio del arbitraje, que puedan surgir entre los clientes y las entidades de crédito por razón de la comercialización de determinados productos de ahorro e inversión, en concreto, instrumentos híbridos de capital (generalmente, participaciones preferentes) y deuda subordinada. Asimismo, articula un mecanismo de provisión de liquidez, a través del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), para las acciones que iban a recibir los tenedores de los instrumentos anteriores en canje de ellos. En este sentido, se amplían las funciones del FGD para permitirle la suscripción de acciones o instrumentos de deuda subordinada emitidos por la Sareb, y se le faculta para adquirir acciones ordinarias —no admitidas a cotización en un mercado regulado—, emitidas por las entidades de crédito que transfieran sus activos a la Sareb y que resulten de la conversión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada.

El real decreto-ley entró en vigor el 24 de marzo de 2013.

INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO, INFORME ANUAL SOBRE REMUNERACIONES Y OTROS INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS, DE LAS CAJAS DE AHORROS Y DE OTRAS ENTIDADES.—Se publicó la *Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo* (BOE del 23), por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

En relación con el informe anual de gobierno corporativo, en las sociedades anónimas cotizadas, se mantiene el esquema existente en la normativa anterior, si bien se amplían ciertos elementos que deberán formar parte de su contenido mínimo. En las cajas de ahorros, se mantiene gran parte del contenido de la normativa anterior, si bien existen novedades de relevancia; la principal es que, a partir de ahora, se extiende a todas las cajas de ahorros la obligación de confeccionar tanto el informe de gobierno corporativo como el informe sobre remuneraciones de los consejeros (antes, solo era obligatorio para aquellas que hubieran emitido valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores). Ambos informes tendrán la consideración de hechos relevantes y deberán ser remitidos a la CNMV, que los publicará en su página web. Asimismo, serán accesibles, por vía telemática, a través de las páginas web de las sociedades cotizadas y, en su caso, de las cajas de ahorros.

La orden entró en vigor el 24 de marzo de 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEO: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.- Se publicaron la *Orientación BCE/2013/4, de 20 de marzo* (DOUE del 5 de abril), sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía, que modifica la *Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto*, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros; la *Decisión BCE/2013/6, de 20 de marzo* (DOUE del 5 de abril), sobre las normas relativas a la utilización como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema de bonos bancarios simples con la garantía del Estado para uso propio, y la *Decisión BCE/2013/13, de 2 de mayo* (DOUE del 17), sobre medidas temporales relativas a la admisibilidad de los instrumentos de renta fija negociables, emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre.

Una parte importante del contenido de la *Orientación BCE/2013/4* refunde en un solo texto varias disposiciones anteriores de igual rango, relativas a medidas temporales de este tipo, y añade otras nuevas. Incluye en su articulado determinadas decisiones del BCE, entre otras, la no aplicación de los umbrales de calificación crediticia del Eurosistema, recogidos en la *Orientación BCE/2011/14*, para los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por Gobiernos centrales de Estados miembros sujetos a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional. Todo ello, salvo que el Consejo de Gobierno del BCE decida que el Estado miembro correspondiente no cumple con las condiciones para el apoyo financiero y/o el programa macroeconómico.

Por su parte, la *Decisión BCE/2013/6*, de 20 de marzo, fija el 1 de marzo de 2015 como fecha límite para que los BCN puedan aceptar, como garantías en sus operaciones de política monetaria, ciertas obligaciones bancarias garantizadas por un Estado miembro, entre otros, los que están sujetos a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, la *Decisión BCE/2013/13* establece que los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República de Chipre (que no alcanzaban los umbrales de calidad crediticia del Eurosistema) tienen una calidad crediticia suficiente para su admisión como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, con independencia de calificaciones crediticias externas. No obstante, se les aplicarán unos recortes especiales establecidos en el anejo de esta norma.

La Orientación BCE/2013/4 entró en vigor el 22 de marzo de 2013 y será aplicable hasta el 28 de febrero de 2015; la Decisión BCE/2013/6 entró en vigor el 22 de marzo de 2013, y la Decisión BCE/2013/13 lo hizo el 9 de mayo de 2013.

ABRIL 2013

MEDIDAS CONTRA LA REPRODUCCIÓN IRREGULAR DE BILLETES EN EUROS Y SOBRE EL CANJE Y LA RETIRADA DE BILLETES EN EUROS.—Se publicó la *Orientación BCE/2013/11, de 19 de abril* (DOUE del 30), por la que se modifica la Orientación BCE/2003/5, de 20 de marzo, sobre la aplicación de medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros. Su finalidad es incluir en su articulado las disposiciones de la recién publicada *Decisión BCE/2013/10, de 19 de abril* (DOUE del 30), que a su vez introduce ciertas modificaciones técnicas en la Decisión BCE/2003/4, de 20 de marzo de 2003, sobre las denominaciones, especificaciones, reproducción, canje y retirada de los billetes de banco denominados en euros.

Las novedades se centran en el canje de billetes en euros deteriorados. Tal como establecía la Decisión BCE/2003/4, los BCN cobran una tasa por el canje de billetes en euros mutilados o deteriorados como consecuencia de la utilización de dispositivos antirrobo. La tasa es de 10 céntimos por cada billete deteriorado, aunque no se cobrará cuando dicho deterioro sea consecuencia de un robo o hurto frustrado o consumado.

La Decisión BCE/2013/10 establece que los BCN abonarán a las entidades de servicios de pago que tengan cuenta con ellos el valor de los billetes en euros auténticos, accidentalmente deteriorados por dispositivos antirrobo, que presenten para su canje en la fecha de recepción de los billetes. Si presentan para su canje, en una o varias operaciones, billetes deteriorados por un valor mínimo de 7.500 euros, deberán presentar la documentación sobre el origen de los billetes y la identificación del cliente o, en su caso, del titular. Esta obligación es también de aplicación en caso de duda, en el momento del canje, sobre si se ha alcanzado o no dicho umbral, con el fin de prevenir la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.

La orientación y la decisión entraron en vigor el 1 de mayo de 2013.

GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: EVALUACIÓN DE LA IDONEIDAD DE LAS PERSONAS QUE DIRIGEN SU ACTIVIDAD.—Se publicó el *Real Decreto 256/2013, de 12 de abril* (BOE del 13), por el que se transpone la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo concerniente a la evaluación de la idoneidad de las personas que efectivamente dirigen la actividad de la entidad de crédito, y por el que se incorporan los criterios de la Autoridad Bancaria Europea de 22 de diciembre de 2012, sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave.

Se detallan exhaustivamente las exigencias en materia de honorabilidad comercial y profesional y los conocimientos y la experiencia adecuados para ejercer un buen gobierno en la entidad, requeridos de los miembros de su consejo de administración, de sus directores generales o asimilados, de los responsables de las funciones de control interno y de otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad y de su dominante, conforme establezca el Banco de España. Se aporta —como novedad— la evaluación de la idoneidad de los miembros del consejo de administración en su conjunto, teniendo en cuenta el diferente perfil de sus componentes, con la finalidad de fortalecer su independencia y autonomía como máximo órgano gestor de la entidad. Adicionalmente, los miem-

bros del consejo de administración deben estar en disposición de ejercer un buen gobierno de la entidad.

Por otro lado, las entidades de crédito deberán contar, en condiciones proporcionadas al carácter, escala y complejidad de sus actividades, con unidades y procedimientos internos adecuados para llevar a cabo la selección y evaluación continua de su gobierno corporativo y de las personas que asuman funciones de control interno u ocupen puestos claves para el desarrollo diario de la actividad bancaria. Una vez identificados los puestos clave para tal fin, deberán mantener a disposición del Banco de España una relación actualizada de las personas que los desempeñan, la valoración de la idoneidad realizada por la entidad y la documentación que la acredite.

Finalmente, cabe reseñar que la norma extiende estas exigencias de honorabilidad comercial y de experiencia profesional a la mayor parte de las entidades supervisadas por el Banco de España, como las entidades de dinero electrónico, las entidades de servicios de pago, las sociedades de tasación, los establecimientos de cambio de moneda extranjera y las sociedades financieras mixtas de cartera.

El real decreto entró en vigor el 14 de abril, aunque se establecen varios plazos transitorios para la adaptación a esta normativa.

CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA.—Se publicaron la *Orden ECC/747/2013, de 25 de abril* (BOE del 6 de mayo), por la que se modifica la *Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo*, y la *CBE 1/2013, de 24 de mayo* (BOE del 31), sobre la Central de Información de Riesgos (CIR), que deroga la *CBE 3/1995, de 25 de septiembre*, y modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y sobre modelos de estados financieros, que introducen importantes modificaciones en el funcionamiento de la CIR.

La orden entró en vigor el 7 de mayo de 2013, y la circular lo hizo el 31 de diciembre de ese mismo año, estableciendo un régimen transitorio y escalonado de aplicación hasta marzo de 2015 para el cumplimiento de las obligaciones de declaración de determinados «módulos de información» (aunque en algún caso excepcional, puede llegar hasta el 31 de diciembre de 2015).

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se contempla un mayor desglose de los grandes tipos de producto que se declaran actualmente, para poder identificar mejor las características y los riesgos de las diferentes operaciones, ya que la declaración se realizará por módulos de información, con el fin de facilitar la transmisión de los datos y de adaptarse a la naturaleza y complejidad diferente de las distintas actividades de las entidades declarantes; 2) se establece la obligación de declarar los riesgos de forma individualizada, es decir, operación a operación, sin que se fije, con carácter general, un umbral mínimo de declaración y permitiendo solo declarar datos agregados, con carácter trimestral, para los titulares pertenecientes a los sectores «hogares», «sociedades no financieras» e «instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares», cuando se cumplan determinados requisitos; 3) la CIR continuará remitiendo, mensualmente, a cada entidad declarante información consolidada de todo el sistema correspondiente a sus acreditados que tengan a final del mes un riesgo acumulado en otra entidad declarante y eleva el mínimo de riesgo de 6.000 a 9.000 euros; 4) cuando las entidades declarantes soliciten datos de un cliente potencial, la CIR facilitará dos informes: el correspondiente a la última declaración mensual cerrada y, como novedad, el de la declaración cerrada de los seis meses anteriores,

y 5) se regula el derecho de acceso de los titulares de riesgos a la CIR con ciertas novedades, de forma que esta entregará dos informes de riesgos: en uno, se incluirá la misma información que se facilita a las entidades declarantes al final de cada proceso mensual y, en el otro, se desglosará dicha información operación a operación, indicando el nombre de la entidad declarante y sus importes.

FONDOS DE CAPITAL RIESGO EUROPEOS.—Se publicó el *Reglamento 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de abril* (DOUE del 25 de abril), sobre los fondos de capital riesgo europeos, que entró en vigor el 15 de mayo de 2013, y es aplicable a partir del 22 de julio de 2013. El reglamento establece un conjunto de requisitos y condiciones uniformes sobre la comercialización de los fondos de capital riesgo europeos admisibles en la Unión Europea (denominados, FCRE), la composición de sus carteras, los instrumentos y las técnicas de inversión, y la organización, transparencia y comportamiento de los gestores de los fondos de inversión alternativos (FIA) que comercialicen FCRE.

Los FCRE son FIA que deben estar establecidos en un Estado miembro, e invertir, como mínimo, el 70 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en activos que sean inversiones admisibles, que vienen detallados en la normativa. Los gestores de FCRE garantizarán que no se utilizarán más del 30 % del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido para la adquisición de activos distintos de las inversiones admisibles. Tampoco podrán emplear ningún método cuyo efecto sea aumentar la exposición de este por encima del nivel de su capital comprometido, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, a través de posiciones en derivados o por cualquier otro medio. Solo podrán contraer préstamos, emitir obligaciones de deuda o proporcionar garantías al nivel del FCRE, siempre que estén cubiertos por compromisos no exigidos.

Los gestores comercializarán las acciones y participaciones de los FCRE exclusivamente entre inversores considerados clientes profesionales o entre otros inversores cuando se reúnan las condiciones siguientes: 1) que se comprometan a invertir como mínimo 100.000 euros, y 2) que declaren por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso o a la inversión previstos.

La autoridad competente del Estado miembro de origen registrará al gestor de FCRE si cumple las condiciones siguientes: 1) que las personas que dirijan efectivamente la actividad del gestor del FCRE tengan la honorabilidad suficiente y hayan adquirido experiencia suficiente también en relación con las estrategias de inversión aplicadas por el gestor del fondo de capital riesgo admisible; 2) que faciliten la información mencionada anteriormente; 3) que cumplan todos los requisitos, y 4) que los FCRE que gestionen cumplan los requisitos establecidos en este reglamento. El registro será válido en todos los Estados miembros y permitirá a los gestores de FCRE comercializarlos con la designación de «FCRE» en toda la Unión Europea.

REGLAMENTO COMUNITARIO SOBRE LOS REQUISITOS DE INFORMACIÓN APLICABLES A LOS VALORES DE DEUDA CANJEABLES Y CONVERTIBLES.—Se publicó el *Reglamento Delegado (UE) 759/2013 de la Comisión de 30 de abril de 2013* (DOUE del 8 de agosto), que modifica el Reglamento (CE) 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, en lo que respecta a los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles, que debían publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

Las novedades del reglamento son las siguientes: 1) introduce los requisitos de información que se deben incluir en el folleto para las acciones con *warrants* que den derecho a adquirir las acciones del emisor que no estén admitidas a cotización en un mercado regulado (la información exigida figura en el anejo XII, excepto el punto 4.2.2); 2) detalla la información exigible tanto para los valores con una denominación por unidad inferior a 50.000 euros que sean canjeables o convertibles en acciones ya admitidas a cotización en un mercado regulado como para los valores que sean emitidos por una entidad perteneciente a su grupo, así como para las acciones subyacentes que no estén ya admitidas a cotización en un mercado regulado, y 3) establece la información que se debe proporcionar cuando los valores de deuda con *warrants* den derecho a adquirir las acciones del emisor y estas acciones no estén admitidas a cotización en un mercado regulado.

El reglamento delegado entró en vigor el 28 de agosto de 2013.

MAYO 2013

BANCO CENTRAL EUROPEO: PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS POR EL EUROSISTEMA. —Se publicó la *Orientación BCE/2013/14, de 15 de mayo* (DOUE del 24), por la que se modifica la Orientación BCE/2006/4, de 7 de abril, sobre la prestación de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales por el Eurosistema.

La Orientación BCE/2006/4 velaba para que, entre otras cosas, los servicios de gestión de reservas se prestasen por el Eurosistema con condiciones uniformes, estableciendo unos requisitos mínimos comunes en los contratos con los denominados «clientes». Estos incluían a los países, a los bancos centrales o a las autoridades monetarias no pertenecientes a la zona del euro, así como a las organizaciones internacionales a quienes el Eurosistema presta servicios de gestión de reservas por medio de uno de sus miembros. Ahora la Orientación BCE/2013/14 establece un requisito adicional, que consiste en que el cliente debe confirmar al miembro del Eurosistema que cumple las leyes nacionales y de la Unión Europea para prevenir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo en la medida que le sean aplicables, incluidas las instrucciones recibidas de las autoridades competentes, y que no está involucrado en este tipo de operaciones.

La orientación entró en vigor el 15 de mayo de 2013, y se aplica a partir de la sexta semana desde esa fecha.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: DOCUMENTO CON LOS DATOS FUNDAMENTALES PARA EL INVERSOR Y FOLLETO INFORMATIVO.—Se publicó la *Circular 2/2013, de 9 de mayo, de la CNMV* (BOE del 24), sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva (IIC), que sustituye a la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC, para adecuar su contenido a la normativa comunitaria, y cuya entrada en vigor fue el 25 de mayo.

Con esta circular se completa la transposición de la normativa europea relativa a determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), que se inició en nuestro país con la publicación de la Ley 31/2011, de 4 de octubre, que modificó la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y con el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprobó el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

La circular persigue, entre otros aspectos, un triple objetivo: 1) regular el documento con los datos fundamentales para el inversor, estableciendo las especialidades que resulten

necesarias para las IIC inmobiliarias y para las de inversión libre; 2) establecer los modelos del documento y del folleto de las IIC, y 3) adecuar el contenido de la circular a las recientes modificaciones legislativas relativas, entre otras, a los supuestos que otorgan derecho de separación a los partícipes.

MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.—Se publicó el *Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo* (DOUE del 31), por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (ACC). Entre otros, los objetivos de este reglamento son: 1) reforzar la independencia de las ACC; 2) mejorar la publicidad y fomentar el empleo de métodos y procesos sólidos de calificación crediticia; 3) regular los riesgos relacionados con las calificaciones soberanas, y 4) reducir la dependencia excesiva de los participantes en el mercado con respecto a las calificaciones crediticias.

Finalmente, el reglamento regula la responsabilidad civil de las ACC en relación con las calificaciones crediticias emitidas por ellas. De este modo, los inversores y los emisores podrán reclamar a una ACC indemnización por los daños y perjuicios ocasionados si esta hubiera cometido, de forma deliberada o por negligencia grave, alguna de las infracciones tipificadas en la norma.

El reglamento entró en vigor el 20 de junio de 2013, aunque establece un régimen transitorio y escalonado de aplicación para determinados aspectos hasta junio de 2018.

DIRECTIVA COMUNITARIA QUE MODIFICA LOS REQUISITOS PRUDENCIALES DE LA GESTIÓN DE RIESGOS DE DETERMINADAS ENTIDADES FINANCIERAS.—Se publicó la *Directiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo* (DOUE del 31), que modifica la Directiva 2003/41/CE relativa a las actividades y a la supervisión de fondos de pensiones de empleo (FPE); la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

La directiva establece que las autoridades competentes de FPE, OICVM y GFIA deberán vigilar el uso de referencias de las calificaciones crediticias en las políticas de inversión de estas entidades y, cuando proceda, fomentarán la mitigación del impacto de estas referencias, con vistas a reducir la dependencia exclusiva y automática de dichas calificaciones crediticias.

Los Estados miembros aprobarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente directiva antes del 21 de diciembre de 2014.

La directiva entró en vigor el 20 de junio de 2013.

MEDIDAS PARA REFORZAR LA PROTECCIÓN DE LOS DEUDORES HIPOTECARIOS, REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA Y ALQUILER SOCIAL.—Se publicó la *Ley 1/2013, de 14 de mayo* (BOE del 15), de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de la deuda y alquiler social, cuya entrada en vigor fue el 15 de mayo,

parcialmente modificada por la *Ley 8/2013, de 26 de junio* (BOE del 27), de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas, que entró en vigor el 28 de junio, con el objetivo de aportar ciertas precisiones técnicas en la redacción de la norma.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se aprueba la suspensión inmediata, y por un plazo de dos años, de los desahucios de las familias que se encuentren en una situación de especial vulnerabilidad; 2) se amplía la aplicación de las medidas urgentes de protección de los deudores hipotecarios sin recursos a los fiadores y avalistas hipotecarios del deudor principal y con las mismas condiciones que las establecidas para el deudor hipotecario; 3) se actualizan los supuestos y circunstancias para considerar que un deudor se encuentra en el umbral de exclusión; 4) se revisa el ámbito de aplicación del Código de Buenas Prácticas Bancarias, y la obligación de las entidades adheridas de informar adecuadamente a sus clientes sobre la posibilidad de acogerse a lo dispuesto en dicho código; 5) se introducen ciertas mejoras en el mercado hipotecario, como el fortalecimiento del régimen de venta extrajudicial de bienes hipotecados y las medidas tendentes a favorecer la independencia de las sociedades de tasación, y 6) se añaden nuevas medidas de protección al deudor en caso de ejecución hipotecaria, como la limitación de las costas judiciales, el establecimiento de una determinada quita en caso de que existiera deuda pendiente tras la ejecución hipotecaria de una vivienda habitual, y la posibilidad de que el deudor participe de una eventual revalorización futura de la vivienda ejecutada.

NORMAS TÉCNICAS DE REGULACIÓN RELATIVAS A LOS COLEGIOS DE ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL. — Se publicó el *Reglamento Delegado (UE) n.º 876/2013 de la Comisión, de 28 de mayo de 2013* (DOUE del 13 de septiembre), por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central (ECC) y los registros de operaciones, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de ECC, que entró en vigor el 3 de octubre de 2013.

El reglamento delegado detalla la organización operativa de los colegios; su gobernanza así como, el intercambio de información entre sus miembros, en especial con la autoridad competente de la ECC; el modo de facilitar o solicitar información a las autoridades competentes que no sean miembros del colegio, y la delegación y atribución voluntaria de tareas entre los miembros.

JUNIO 2013

NUEVA NORMATIVA COMUNITARIA RELATIVA AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A LA SUPERVISIÓN PRUDENCIAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN. — Se publicaron el *Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013* (DOUE del 27), sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, a las entidades de contrapartida central, y a los registros de operaciones, y la *Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013* (DOUE del 27), relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero; y se derogan la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de

crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito.

El reglamento entró en vigor el 28 de junio de 2013, y se aplica desde el 1 de enero de 2014, salvo ciertos apartados que tienen un calendario especial de aplicación. Por su parte, la directiva entró en vigor el 17 de julio de 2013, y debía ser transpuesta por los Estados miembros antes del 31 de diciembre de 2013, salvo ciertos apartados que entrarán en vigor de forma escalonada hasta 2019.

NOVEDADES
DEL REGLAMENTO (UE)
Nº 575/2013

El reglamento establece normas uniformes que las entidades deben cumplir en relación con: 1) las exigencias de fondos propios relativos a elementos del riesgo de crédito, del riesgo de mercado, del riesgo operativo y del riesgo de liquidación; 2) los requisitos destinados a limitar los grandes riesgos; 3) la cobertura del riesgo de liquidez relativo a elementos plenamente cuantificables, uniformes y normalizados, una vez se desarrollen por un acto delegado de la Comisión; 4) el establecimiento de la ratio de apalancamiento, y 5) los requisitos de información y de divulgación pública.

El reglamento introduce una revisión del concepto y de los componentes de los fondos propios exigibles a las entidades. Estos están integrados por dos elementos: el capital de nivel 1 (o Tier 1) y capital de nivel 2 (o Tier 2). A su vez, el capital de nivel 1 es igual a la suma del capital de nivel 1 ordinario (o *Common Equity*) y el capital de nivel 1 adicional. El capital de nivel 1 está formado por los instrumentos que son capaces de absorber pérdidas cuando la entidad está en funcionamiento, mientras que los elementos de capital de nivel 2 absorberán pérdidas, fundamentalmente, cuando la entidad no sea viable. Las partidas que integran cada uno de los componentes del capital vienen detalladas ampliamente en el reglamento.

En relación con los requisitos de fondos propios, las entidades deben, en todo momento, cumplir los siguientes requisitos de fondos propios: 1) una ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5%; 2) una ratio de capital de nivel 1 —ordinario más adicional— del 6%, y 3) una ratio total de capital del 8%. Excepcionalmente, durante el año 2014, las autoridades competentes pueden establecer los siguientes requisitos de fondos propios: una ratio de capital de nivel 1 ordinario comprendido en un intervalo del 4% al 4,5%, y una ratio de capital de nivel 1 comprendido en un intervalo del 5,5% al 6%.

A las exigencias de los fondos propios mencionados hay que añadir la cobertura de los colchones de capital que se detallan en la Directiva 2013/36/UE, y que se comentarán más adelante.

Una de las novedades del reglamento es la regulación pormenorizada del riesgo de liquidez, que anteriormente se mencionaba de una forma genérica. En este sentido, introduce una ratio de liquidez a corto plazo (LCR) y una ratio de financiación estable (NSFR).

Otra de las novedades del reglamento es la introducción de la ratio de apalancamiento, que será calculada como el capital de la entidad dividido por la exposición total de la entidad y se expresará como porcentaje. Las entidades calcularán la ratio como media aritmética simple de las ratios mensuales durante un trimestre. El numerador será el capital de nivel 1 y el denominador será la suma de los valores de exposición de todos los activos y partidas fuera de balance no deducidos al determinar el capital de nivel 1.

Por otro lado, el reglamento establece los requisitos de divulgación de información de las entidades, que deberán contar con una política adecuada para que los datos divulgados por ellas transmitan a los participantes en el mercado una imagen completa de su perfil de riesgo. No obstante, solo estarán obligadas a divulgar información que resulte significativa y que no sea reservada, ni confidencial.

NOVEDADES
DE LA DIRECTIVA 2013/36/UE

El objeto de la directiva consiste, por un lado, en actualizar las disposiciones nacionales relativas al acceso a la actividad de las entidades (entidades de crédito y empresas de inversión) y, por otro, en establecer un marco de regulación prudencial único en la Unión Europea. Dentro de su cuerpo normativo, tiene especial relevancia la regulación de los colchones de capital dentro del marco de las nuevas normas sobre la adecuación del capital de las entidades. Así, las entidades de crédito y determinadas empresas de inversión dispondrán, además del capital de nivel 1 ordinario para cumplir el requisito de fondos propios, de los siguientes colchones de capital con el fin de asegurarse la acumulación, durante períodos de crecimiento económico, de una base de capital suficiente para absorber las pérdidas que puedan producirse en períodos de dificultad: 1) un colchón de conservación de capital igual al 2,5 % del importe total de su exposición al riesgo, que es la misma base que la que se utiliza para el cálculo de la ratio de capital de nivel 1; 2) un colchón de capital anticíclico específico de cada entidad, en función del importe total de la exposición al riesgo, que se situará entre el 0 % y el 2,5 %, y 3) ciertos colchones contra riesgos sistémicos que los Estados miembros pueden establecer contra dichos tipos de riesgos, con el fin de prevenir o paliar los riesgos sistémicos o macroprudenciales acíclicos a largo plazo.

Otro aspecto importante es determinar, por parte de las autoridades competentes, si los sistemas, estrategias, procedimientos y mecanismos empleados por las entidades, así como los fondos propios y la liquidez mantenidos por ellas, garantizan una gestión y una cobertura sólidas de sus riesgos. También deberán establecer la frecuencia e intensidad de la revisión y de la evaluación, teniendo en cuenta la magnitud, importancia sistémica, naturaleza, dimensión y complejidad de las actividades de la entidad de que se trate, y que, en todo caso, se actualizará al menos con periodicidad anual. Además, someterán a pruebas de resistencia a las entidades que supervisan, a fin de facilitar el proceso.

Finalmente, se regulan los principios generales del gobierno corporativo y las políticas remunerativas de las entidades, aunque gran parte de las normas en este ámbito provienen de la Directiva 2006/48/CE que deroga.

REGISTRO ELECTRÓNICO DEL BANCO DE ESPAÑA. — Se publicó la *Resolución de 18 de junio de 2013, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 24), por la que se crea el Registro Electrónico del Banco de España. El objetivo de la norma es la creación y puesta en funcionamiento de este registro, que se configura como un nuevo instrumento para la presentación telemática de solicitudes, escritos y comunicaciones. En particular, las siguientes: 1) la recepción y la remisión, por vía electrónica, de solicitudes, escritos y comunicaciones correspondientes a los procedimientos y servicios de la competencia del Banco de España recogidos en el anejo de la resolución, cuando no sean tramitables a través de aplicaciones específicas, y de sus documentos adjuntos; así como la anotación de los asientos de entrada o salida de los citados documentos, y 2) la constancia y la certificación en los supuestos de litigios, discrepancias o dudas acerca de la recepción o remisión de solicitudes, escritos y comunicaciones. De forma excepcional, se admitirán solicitudes, escritos y comunicaciones correspondientes a procedimientos y servicios que no sean de la competencia del Banco de España cuando así se imponga normativamente.

La resolución entró en vigor el 25 de junio de 2013.

ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS DE CAPITAL Y DE DEUDA SUBORDINADA.— Se publicó la *Ley 8/2013, de 26 de junio* (BOE del 27), de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas, en cuya disposición final decimoquinta amplía, del 30 de junio de 2013 hasta el 31 de diciembre de 2013, el plazo de aplicación de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, recogidas en la *Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito*.

La ley entró en vigor el 28 de junio de 2013.

SERVICIOS DE INVERSIÓN: OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN A LOS CLIENTES EN RELACIÓN CON LA EVALUACIÓN DE LA CONVENIENCIA E IDONEIDAD DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS.— Se publicó la *Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV* (BOE del 19), sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

La circular, que entró en vigor el 19 de agosto de 2013, desarrolla las facultadas otorgadas a la CNMV por la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, modificada por la *Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito*, y es de aplicación a las entidades que presten servicios de inversión (en adelante, las entidades).

Las novedades más relevantes se centran en la evaluación de la idoneidad de sus clientes en materia de inversión. Las entidades que evalúen los conocimientos y experiencia de los clientes deberán entregarles una copia del documento que recoja la evaluación realizada. La evaluación deberá ser coherente con toda la información proporcionada por el cliente o disponible por la entidad y utilizada en la evaluación. Esta documentación deberá entregarse cada vez que se realice la evaluación de un tipo o familia de productos determinados.

Cuando la evaluación no pueda realizarse porque el cliente no proporcione información suficiente, o la entidad considere que el servicio o producto no es adecuado para el cliente, deberá advertírsele; en el sentido de que no es conveniente para el inversor, dado que carece de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y los riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar.

Si la operación se realiza sobre un instrumento de carácter complejo, la entidad deberá recabar que el cliente firme el texto de la expresión común que se establece para el caso de que la evaluación no puede realizarse, unida a una expresión manuscrita por el mismo en la que conste que dicho producto es complejo y que por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para el inversor.

REMUNERACIONES DE LOS CONSEJEROS DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS Y DE LAS CAJAS DE AHORROS QUE EMITAN VALORES NEGOCIADOS.— Se publicó la *Circular 4/2013, de 12 de junio, de la CNMV* (BOE del 24), que establece los modelos de informe anual de las remuneraciones de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La circular desarrolla las facultades otorgadas a la CNMV por la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. En concreto, le habilitaba para detallar el contenido y estructura de los informes de remuneraciones, a cuyo efecto podía establecer modelos o impresos con arreglo a los cuales las diferentes entidades deberán hacerlos públicos.

La circular entró en vigor el 25 de junio de 2013, y es de aplicación a los informes sobre remuneraciones que se tengan que someter a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día de las juntas generales ordinarias de accionistas o asambleas generales ordinarias que se celebren a partir del 1 de enero de 2014.

INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS, DE LAS CAJAS DE AHORROS Y DE OTRAS ENTIDADES QUE EMITAN VALORES NEGOCIADOS.—Se publicó la *Circular 5/2013, de 12 de junio, de la CNMV* (BOE del 24), que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La CNMV desarrolla las facultades otorgadas por la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, para detallar el contenido y la estructura de los informes anuales de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación, pudiendo establecer los modelos o impresos correspondientes. Dichos modelos figuran en los anejos de la circular y estas entidades deberán presentar y difundir sus informes anuales de gobierno corporativo con arreglo a ellos. Del mismo modo, para su difusión como hecho relevante, los informes deberán presentarse en el Registro Electrónico de la CNMV.

La circular entró en vigor el 25 de junio de 2013, y resultará de aplicación a los informes anuales de gobierno corporativo que las entidades deban presentar a partir del 1 de enero de 2014.

JULIO 2013

ORIENTACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS EXTERIORES.—Se publicó la *Orientación BCE/2013/25, de 30 de julio de 2013* (DOUE del 18 de septiembre), por la que se modifica la Orientación BCE/2011/23, de 9 de diciembre de 2011, sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores. La orientación introduce ciertas modificaciones técnicas en los anejos de la Orientación BCE/2011/23, que no cambian el marco conceptual subyacente ni afectan a la carga informadora en los Estados miembros.

Lo más relevante es la modificación del anejo III que recoge los conceptos y definiciones que deben emplearse en las estadísticas de Balanza de Pagos, Posición de Inversión Internacional y Reservas Internacionales. En concreto, la aplicación estricta del método de valoración estándar utilizado anteriormente para saldos de acciones en las sociedades de inversión directa no cotizadas puede producir, en determinados casos, distorsiones en la posición de inversión internacional neta. En estos supuestos, se permite que los Estados miembros puedan aplicar uno de los otros métodos de valoración descritos en el Manual de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional del FMI, que son los si-

guientes: precios de transacción recientes; valor de los activos netos; valor presente y coeficientes precio-utilidades; método de capitalización del mercado; valor contable de los recursos propios, o prorrateo del valor global. Si se aplicara alguno de estos métodos, se recomienda al responsable de compilar la posición de inversión internacional que informe al responsable de compilación del país de contrapartida del método alternativo, y que colabore con este para minimizar el riesgo de efectuar registros bilaterales asimétricos.

La orientación se aplica desde el 1 de junio de 2014.

BANCO CENTRAL EUROPEO: INGRESO DE CROACIA EN EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES.—En virtud de la adhesión de Croacia a la Unión Europea y del ingreso de su BCN, Hrvatska narodna banka, en el SEBC a partir del 1 de julio de 2013, el BCE publicó varias decisiones para ajustar las participaciones de los BCN en el BCE: la *Decisión BCE/2013/17, de 21 de junio de 2013* (DOUE del 6 de julio), que modifica la Decisión BCE/2008/23, de 12 de diciembre de 2008, sobre la participación de los BCN en la clave para la suscripción del capital del BCE; la *Decisión BCE/2013/19, de 21 de junio de 2013* (DOUE del 6 de julio), que sustituye y deroga las decisiones BCE/2008/24 y BCE/2010/27, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro; la *Decisión BCE/2013/20, de 21 de junio de 2013* (DOUE del 6 de julio), que sustituye y deroga la Decisión BCE/2010/28, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro; la *Decisión BCE/2013/16, de 21 de junio de 2013* (DOUE del 6 de julio), que modifica la Decisión BCE/2010/29, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros, y la *Decisión BCE/2013/15, de 21 de junio de 2013* (DOUE del 6 de julio), que sustituye y deroga la Decisión BCE/2008/27, de 12 de diciembre de 2008, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos propios del BCE y para el ajuste de los activos de los BCN equivalentes a las reservas exteriores transferidas.

BANCO DE ESPAÑA: DECLARACIÓN DE OPERACIONES Y SALDOS EN VALORES NEGOCIABLES.—Se publicó la *CBE 3/2013, de 29 de julio* (BOE del 2 de agosto), sobre declaración de operaciones y saldos en valores negociables, que derogó la *CBE 2/2001, de 18 de julio*, sobre declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables, cuya entrada en vigor fue el 1 de enero de 2014.

La circular incorpora en su normativa los preceptos del Reglamento (UE) 1011/2012 del BCE, de 17 de octubre de 2012, relativos a las estadísticas sobre carteras de valores, desarrollados por la Orientación BCE/2013/7, de 22 de marzo de 2013, relativa a las estadísticas sobre carteras de valores. Su ámbito de aplicación incluye tanto las entidades de crédito como las entidades financieras residentes inscritas en los registros oficiales de la CNMV que actúen como entidades depositarias o liquidadoras en los mercados regulados de valores negociables.

Dichas entidades deben remitir al Banco de España, con periodicidad mensual, los datos «valor a valor» —desglosados por clase de valor y por valor individual, identificado mediante su código ISIN—, sobre: 1) las operaciones realizadas con valores negociables y los saldos mantenidos por cuenta de sus clientes, incluidos los correspondientes a los fondos de inversión, y 2) el total de las operaciones y los saldos de las cuentas de valores de la entidad (propias y de terceros), correspondientes a valores emitidos por residentes que se encuentren depositados en cuentas de la propia entidad abiertas en entidades depositarias no residentes, en depositarias centrales no residentes o en sistemas de compensación y liquidación internacionales.

MEDIDAS DE APOYO AL EMPRENDEDOR Y SU INTERNACIONALIZACIÓN, DE ESTÍMULO DEL CRECIMIENTO Y DE LA CREACIÓN DE EMPLEO. — Se publicaron la *Ley 11/2013, de 26 de julio* (BOE del 27), de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo, cuya entrada en vigor se produjo el 28 de julio de 2013, y la *Ley 14/2013, de 27 de septiembre* (BOE del 28), de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, que entró en vigor el 29 de septiembre de 2013, salvo para determinados capítulos para los cuales se establecen distintas fechas para su entrada en vigor.

Las novedades más importantes de ambas normas, desde el punto de vista financiero, son las siguientes: 1) se reducen las exigencias de recursos propios y de capital principal de las entidades de crédito en relación con las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito de pymes, ya que ahora los requisitos de capital por este tipo de riesgos se multiplicarán por un factor corrector de 0,7619; 2) se eleva sustancialmente el capital social mínimo de las sociedades de garantía recíproca (SGR), que pasa de 1,8 millones de euros a 10 millones de euros, cifra que será exigible a partir del 28 de junio de 2014, y se establece que el importe de la cifra de sus recursos propios computables no podrá ser inferior a 15 millones de euros, y su cálculo se realizará conforme fije el Banco de España; 3) se eliminan determinados índices o tipos de interés de referencia, como ciertos índices oficiales aplicables a los préstamos o créditos hipotecarios, y, en su lugar, se sustituirán por el «tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las entidades de crédito en España»; 4) se actualiza el marco regulador de las cédulas de internacionalización, con mayor detalle de los activos que sirven como cobertura, y se crea un nuevo instrumento, los «bonos de internacionalización», con el fin de añadir mayor flexibilidad a la emisión de títulos que tengan como cobertura préstamos vinculados a la internacionalización, y 5) se introducen ciertas novedades en el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, como la posibilidad de que las entidades aseguradoras puedan invertir en valores admitidos a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) o en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), así como en entidades de capital riesgo.

BANCO CENTRAL EUROPEO: INFORMACIÓN ESTADÍSTICA EN MATERIA DE CUENTAS FINANCIERAS TRIMESTRALES. — Se publicó la *Orientación BCE/2013/24, de 25 de julio de 2013* (DOUE del 7 de enero de 2014), sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de cuentas financieras trimestrales, que sustituye a la *Orientación BCE/2002/7, de 21 de noviembre de 2002*, procediendo a su derogación a partir del 1 de septiembre de 2014, fecha de entrada en vigor de la actual.

La orientación adapta las exigencias del BCE en materia de cuentas financieras trimestrales a las normas estadísticas de la UE, establecidas en el Reglamento (UE) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la UE (SEC 2010), que sustituyó al SEC 95. Los BCN transmitirán al BCE, cada trimestre natural, los datos especificados en los nuevos cuadros que figuran en el anejo I, ajustándolos a los principios y definiciones del SEC 2010.

BANCO CENTRAL EUROPEO: INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DE LAS FINANZAS PÚBLICAS. — Se publicó la *Orientación BCE/2013/23, de 25 de julio de 2013* (DOUE del 7 de enero de 2014), sobre las estadísticas de las finanzas públicas, que sustituye a la *Orientación BCE/2009/20, de 31 de julio de 2009*, procediendo a su derogación a partir del 1 de septiembre de 2014, fecha de entrada en vigor de la actual.

La orientación adapta las exigencias del BCE en materia de estadísticas de finanzas públicas a las normas de la UE establecidas en el Reglamento (UE) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativo al SEC 2010, que sustituye al SEC 95. Los BCN seguirán presentando todos los años al BCE las estadísticas de las finanzas públicas, cuyos nuevos modelos se especifican en el anejo I, debidamente actualizadas conforme al SEC 2010.

Asimismo, los datos sobre déficit/superávit, deuda, ingresos, gastos y PIB nominal irán acompañados de las razones que hubieran motivado las revisiones cuando la magnitud del cambio en el déficit/superávit provocado por las revisiones sea, al menos, del 0,3 % del PIB o la magnitud del cambio en la deuda, los ingresos, los gastos o el PIB nominal provocado por las revisiones sea, al menos, del 0,5 % del PIB. A partir de los datos presentados por los BCN, el BCE seguirá llevando una base de datos de las estadísticas de las finanzas públicas que incluirá las de la zona del euro y las nacionales. El BCE facilitará la base de datos de las estadísticas de las finanzas públicas al SEBC.

Finalmente, los BCN procurarán establecer las formas de cooperación con las autoridades nacionales competentes cuando estas sean distintas de las de los BCN para asegurar una estructura permanente de transmisión de datos que cumpla las normas y exigencias del SEBC, salvo que el mismo resultado ya se logre mediante la legislación nacional.

AGOSTO 2013

AJUSTES DE LA PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO. — Los Estatutos del SEBC y del BCE disponen que las ponderaciones en la clave del capital se ajusten cada cinco años, y que se apliquen a partir del primer día del año siguiente. El último ajuste realizado se llevó a cabo en 2008, mediante la Decisión BCE/2008/23, de 12 de diciembre de 2008, con efectos a partir del 1 de enero de 2009.

El pasado 1 de julio, con ocasión del ingreso de Croacia en la UE, aumentó automáticamente el capital suscrito del BCE, que pasó de 10.760,65 millones de euros a 10.825,01 millones de euros, lo que requirió el establecimiento de nuevas ponderaciones asignadas a cada uno de los BCN en la suscripción del capital del BCE.

De conformidad con la Decisión 2003/517/CE del Consejo, de 15 de julio de 2003, la Comisión Europea facilitó al BCE los datos estadísticos que han de utilizarse para determinar la clave del capital ajustada. En virtud de esa información, el BCE ha publicado varias decisiones para ajustar las participaciones de los BCN en el capital del BCE, que entraron en vigor el 1 de enero de 2014. Son las siguientes: la *Decisión BCE/2013/28, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/17, de 21 de junio de 2013, sobre la participación de los BCN en la clave para la suscripción del capital del BCE; la *Decisión BCE/2013/30, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/19, de 21 de junio de 2013, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro; la *Decisión BCE/2013/29, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga Decisión BCE/2013/18, de 21 de junio de 2013, por la que se establecen las condiciones de las transferencias de las participaciones del capital del BCE entre los BCN y las condiciones del ajuste del desembolso del capital; la *Decisión BCE/2013/31, de 30 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/20, de 21 de junio de 2013, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro; la *Decisión BCE/2013/26, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/15, de 21 de junio de 2013, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos

propios del BCE y para el ajuste de los activos de los BCN equivalentes a las reservas exteriores transferidas; la *Decisión BCE/2013/27, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), modifica la Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros.

Finalmente, con ocasión de la adopción del euro por parte de Letonia a partir del pasado 1 de enero y del ingreso de su BCN, Latvijas Banka, en el SEBC, el BCE ha publicado dos decisiones adicionales para ajustar las participaciones de los BCN en el BCE: la *Decisión BCE/2013/41, de 22 de octubre de 2013* (DOUE del 8 de enero), relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Letonia, y la *Decisión BCE/2013/53, de 31 de diciembre de 2013* (DOUE del 21 de enero), relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Latvijas Banka.

SEPTIEMBRE 2013

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LA DEFINICIÓN DE PYME.—Se publicó la *CBE 4/2013, de 27 de septiembre* (BOE del 12 de octubre), que modifica la definición de pyme contenida en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre la determinación y el control de los recursos propios mínimos, para adaptarla a la contenida en la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. De este modo, se adecua con el concepto imperante a escala europea.

Hasta la fecha de entrada en vigor de la circular, la definición de pyme venía determinada en el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas. Así, se incluían en este ámbito todas las empresas, cualquiera que fuera su forma jurídica, individual o societaria, que durante dos ejercicios consecutivos reunieran, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos, dos de las tres circunstancias siguientes: 1) que el total de las partidas del activo no superara los 2,850 millones euros; 2) que el importe neto de su cifra anual de negocios no superara los 5,7 millones de euros, y 3) que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no fuera superior a cincuenta.

A partir de la entrada en vigor de la circular, se incluye dentro de la categoría de pymes a las microempresas, y a las pequeñas y medianas empresas. Las empresas medianas se caracterizan porque ocupan a menos de 250 personas y tienen un volumen de negocios anual que no excede de 50 millones de euros o bien un balance general anual que no excede de 43 millones de euros. Las pequeñas empresas son las que ocupan a menos de 50 personas y tienen un volumen de negocios anual o un balance general anual que no supera los 10 millones de euros. Por su parte, las microempresas ocupan a menos de 10 personas y tienen un volumen de negocios anual o un balance general anual que no supera los 2 millones de euros.

La circular entró en vigor el 12 de octubre de 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEO: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.—Se publicó la *Decisión BCE/2013/35, de 26 de septiembre* (DOUE del 12 de noviembre), sobre medidas adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía. La decisión introduce modificaciones y novedades en ciertas disposiciones de la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre de 2011, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de reforzar el

sistema de control de riesgos. Para ello, realiza algunos ajustes en los criterios de admisibilidad y en los recortes de valoración aplicados a los activos de garantía aceptados en las operaciones de política monetaria, y adopta ciertas medidas adicionales para aumentar la coherencia global y para mejorar la aplicación práctica del sistema.

La decisión entró en vigor el 1 de octubre de 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MEDIDAS TEMPORALES ADICIONALES RELATIVAS A LOS BONOS DE TITULIZACIÓN Y A DETERMINADOS CRÉDITOS PARA SER ACTIVOS ADMISIBLES EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.—Se publicó la *Decisión BCE/2013/36, de 26 de septiembre* (DOUE del 12 de noviembre), sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía.

Entre las novedades más relevantes figuran los recortes aplicables a los bonos de titulación admisibles conforme al sistema temporal introducido mediante la Orientación BCE/2013/4, de 20 de marzo, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía, y los bonos de titulación cuyos activos subyacentes incluyan préstamos hipotecarios, préstamos a pymes o ambos, exigiendo que cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B (y sin necesidad de que cumplan otro tipo de requisitos).

La decisión entró en vigor el 1 de octubre.

BANCO CENTRAL EUROPEO: REFUNDICIÓN DE VARIOS REGLAMENTOS EN RELACIÓN CON LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DE DETERMINADAS INSTITUCIONES.—Se publicaron los siguientes reglamentos del BCE que tienen relación con las obligaciones de información estadística que ciertas instituciones deben facilitar a los BCN de la zona del euro: el *Reglamento (UE) n.º 1071/2013 (BCE/2013/33), de 24 de septiembre de 2013* (DOUE del 7 de noviembre), deroga el Reglamento (UE) n.º 25/2009 (BCE/2008/32), de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de las IFM; el *Reglamento (UE) n.º 1072/2013 (BCE/2013/34), de 24 de septiembre de 2013* (DOUE del 7 de noviembre), deroga con efectos a partir del 1 de enero de 2015 el Reglamento (CE) n.º 63/2002 (BCE/2001/18), de 20 de diciembre de 2001, sobre las estadísticas de los tipos de interés que las IFM aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y a las sociedades no financieras; el *Reglamento (UE) n.º 1073/2013 (BCE/2013/38), de 18 de octubre de 2013* (DOUE del 7 de noviembre), deroga el Reglamento (CE) n.º 958/2007 (BCE/2007/8), de 27 de julio de 2007, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión; el *Reglamento (UE) n.º 1074/2013 (BCE/2013/39), de 18 de octubre de 2013* (DOUE del 7 de noviembre), deroga el Reglamento (CE) n.º 1027/2006 (BCE/2006/8), de 14 de junio de 2006, sobre las obligaciones de información estadística de las instituciones de giro postal que reciben depósitos de residentes en la zona del euro distintos de las instituciones financieras monetarias, y el *Reglamento (UE) n.º 1075/2013 (BCE/2013/40), de 18 de octubre de 2013* (DOUE del 7 de noviembre), deroga el Reglamento (CE) n.º 24/2009 (BCE/2008/30), de 19 de diciembre de 2008, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulación.

Cada uno de estos nuevos reglamentos refunde en un solo texto a sus predecesores, incorporando las modificaciones introducidas en todos ellos para adaptarse al Reglamento (UE) n.º 549/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea. Este regla-

mento introdujo un nuevo sistema europeo de cuentas (SEC 2010) que sustituyó al SEC 95, que afecta, entre otros aspectos, a las definiciones de las categorías de los instrumentos financieros de los activos y pasivos, y a la clasificación de los sectores.

Los reglamentos entraron en vigor el 27 de noviembre de 2013 y serán de aplicación a partir del 1 de enero de 2015.

FONDOS DE ACTIVOS BANCARIOS: NORMAS CONTABLES, CUENTAS ANUALES, ESTADOS FINANCIEROS PÚBLICOS Y ESTADOS RESERVADOS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA.—Se publicó la *Circular 6/2013, de 25 de septiembre, de la CNMV* (BOE del 25 de octubre), sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de activos bancarios (FAB), que entró en vigor el día de su publicación.

La CNMV desarrolla las facultades otorgadas por el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos, para fijar las obligaciones de información que deben rendir estas entidades, y, en particular, aquellas otras que estime necesarias para el ejercicio de sus competencias.

La circular tiene por objeto regular las normas específicas de contabilidad, así como el contenido y la forma de presentación de las cuentas anuales, los estados financieros semestrales públicos y los estados reservados trimestrales de información estadística de los FAB que se encuentren registrados en la CNMV, incluso aunque sus títulos emitidos estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Los FAB, cuyo patrimonio se articula en compartimentos independientes, llevarán en su contabilidad cuentas separadas que diferencien los activos y pasivos, patrimonio e ingresos y gastos imputables a cada compartimento, sin perjuicio de presentar unas únicas cuentas anuales.

Los primeros estados financieros públicos semestrales serán los correspondientes al 30 de junio de 2014, y los primeros estados reservados de información estadística serán los correspondientes al 31 de marzo de 2014.

EMPRESAS QUE PRESTAN SERVICIOS DE INVERSIÓN: PROCEDIMIENTO DE RESOLUCIÓN DE RECLAMACIONES Y QUEJAS EN EL ÁMBITO DEL MERCADO DE VALORES.—Se publicó la *Circular 7/2013, de 25 de septiembre, de la CNMV* (BOE del 1 de noviembre), por la que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra empresas que prestan servicios de inversión y de atención a consultas en el ámbito del mercado de valores, que entró en vigor el 1 de diciembre de 2013.

La circular desarrolla las facultades otorgadas por la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, para dictar las normas precisas, en el ámbito de sus competencias, para el desarrollo y la ejecución de las disposiciones contenidas en dicha orden. En concreto, establece el procedimiento de presentación, tramitación y terminación de reclamaciones y quejas, distinguiendo si las reclamaciones o quejas son individuales o colectivas, cuya tramitación se realizará mediante los formularios contenidos en los anejos de la circular, disponibles tanto en su sede como a través de su sitio web.

Finalmente, se establece el procedimiento para la tramitación y resolución de las consultas que presenten los usuarios de servicios financieros, que serán instrumentadas mediante

solicitudes de asesoramiento e información relativas a cuestiones de interés general sobre los derechos en materia de normas de transparencia y protección de la clientela, o sobre los cauces legales para el ejercicio de tales derechos.

OCTUBRE 2013

BANCO CENTRAL EUROPEO: TAREAS ESPECÍFICAS EN RELACIÓN CON LA SUPERVISIÓN PRUDENCIAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—Se publicó el *Reglamento (UE) n.º 1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013* (DOUE del 29), que encomienda al BCE tareas específicas respecto a las políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, que entró en vigor el 3 de noviembre de 2013 y el *Reglamento (UE) n.º 1022/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013* (DOUE del 29), que modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010, por el que se crea la Autoridad Bancaria Europea (ABE), en lo que se refiere a la atribución de funciones específicas al BCE, cuya entrada en vigor fue el 30 de octubre de 2013.

Los reglamentos publicados establecen la base inicial para la creación de una unión bancaria en la UE, que comprende el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y los nuevos marcos de garantía de depósitos y de resolución. En concreto, encomiendan al BCE funciones específicas en materia de supervisión prudencial de determinadas entidades de crédito establecidas en los Estados miembros participantes, dejando las demás tareas a cargo de las autoridades nacionales.

Asimismo, se atribuye al BCE la facultad de conceder la autorización para acceder a la actividad de una entidad de crédito, aunque las competencias en materia de resolución de entidades de crédito sigan siendo de los Estados miembros participantes. También decidirá en última instancia sobre la idoneidad de la adquisición de participaciones significativas en una entidad de crédito.

El BCE llevará a cabo sus funciones en el marco del MUS, siendo responsable de su funcionamiento eficaz y coherente. Tanto el BCE como las autoridades nacionales estarán sujetos al deber de cooperación leal y a la obligación de intercambiar información en el ejercicio de sus respectivas competencias de supervisión e investigación.

Finalmente, el BCE llevará a cabo dichas tareas con total independencia de sus funciones de política monetaria, por lo que no interferirán entre ellas. El personal que intervenga en la ejecución de estas funciones estará separado, desde el punto de vista organizativo, del resto del personal del BCE y formará parte de una estructura jerárquica diferente.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA CONTABLE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE LA CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.—Se publicó la *CBE 5/2013, de 30 de octubre* (BOE del 9 de noviembre), por la que se modifican la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y sobre modelos de estados financieros, y la *CBE 1/2013, de 24 de mayo*, sobre la CIR. La circular entró en vigor el 31 de octubre, y será aplicable a partir del 1 de enero de 2014, salvo ciertas excepciones en relación con la *CBE 4/2004*, que, en ciertos casos, se aplicarán para los estados financieros del ejercicio que comenzó el 1 de enero de 2013.

A continuación, se comentan sus aspectos más relevantes.

MODIFICACIONES DE LA CBE 4/2004

Las modificaciones introducidas en la *CBE 4/2004* responden, fundamentalmente, a la transposición a nuestra normativa de los cambios realizados en la normativa comunitaria para la introducción de ciertas novedades de las Normas Internacionales de Información

Financiera, resaltando las siguientes: 1) se precisa el concepto de los «negocios conjuntos», que ahora se denominarán más ampliamente «acuerdos conjuntos»; 2) se elimina el método de la integración proporcional para negocios conjuntos; 3) se elimina, en los planes de prestación definida, la posibilidad de diferir los resultados actuariales de acuerdo con una banda de fluctuación, a la vez que se incluye nueva información y un nuevo método de reconocimiento de gastos; 4) se precisa la definición de «control» en las cuentas consolidadas del grupo de entidades de crédito; 5) se introducen ciertas consideraciones respecto del valor razonable de los instrumentos financieros; 6) se suprimen ciertos apartados de la memoria de las cuentas individuales; 7) se actualiza la información que la entidad proporcionará para todos los activos financieros transferidos total o parcialmente que no se den de baja del balance; 8) se añade la información que las entidades de crédito deberán incluir en relación con la compensación de activos financieros y pasivos, así como los acuerdos de compensación contractual, independientemente de que sean objeto de compensación o no; 9) se actualiza la información que facilitan las entidades en sus cuentas consolidadas en relación con la combinación de negocios, y 10) se actualiza la información de los estados reservados, tanto individuales como consolidados, que deben remitir al Banco de España.

MODIFICACIONES DE LA CBE 1/2003

Las modificaciones más relevantes son las siguientes: 1) en relación con la declaración de los titulares de riesgo indirecto, se permite excluirlos siempre que su compromiso sea inferior a 6.000 euros y que formen parte de una operación de crédito comercial con recurso; 2) respecto a las operaciones transferidas a terceros en las que las entidades declarantes retienen la gestión frente a los titulares, se establece como excepción de la obligación de declarar cuando los titulares pertenezcan a los sectores «hogares», «sociedades no financieras» e «instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares», que cumplan determinados requisitos, entre los que se encuentra que su riesgo acumulado sea inferior a 6.000 euros y que los productos sean descubiertos, tarjetas de crédito, anticipos de pensiones o nóminas o restos de préstamos a la vista, o que se trate de préstamos al consumo cuyo importe original sea inferior a 3.000 euros y su plazo inferior a 12 meses; 3) se precisan ciertas obligaciones de las entidades declarantes que hayan adquirido préstamos a otras entidades que continúen con su gestión frente a los titulares, y 4) se amplía el régimen transitorio y escalonado de aplicación hasta el cierre de la declaración relativa a los datos de 31 de agosto de 2015 (antes era marzo de 2015), aunque en algunos casos excepcionales ahora puede llegar hasta el 31 de marzo de 2016.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO INTERNO.—Se publicó la *Resolución de 21 de octubre de 2013, del Consejo de Gobierno del Banco de España* (BOE del 23), por la que se aprueba la modificación de su Reglamento Interno recogido en la Resolución de 28 de marzo de 2000. Su finalidad es adaptarlo a las diversas modificaciones de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, que han afectado, entre otros aspectos, a la regulación de sus competencias en materia de circulación de billetes, sistemas de pago, a la renovación y cese de sus órganos rectores, y al régimen de su personal.

La resolución entró en vigor el 24 de octubre de 2013.

NUEVAS MEDIDAS FINANCIERAS Y TRIBUTARIAS.—Se publicó la *Ley 16/2013, de 29 de octubre* (BOE del 30), por la que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras, que entró en vigor el 31 de octubre de 2013.

Las novedades más importantes de carácter financiero y fiscal son las siguientes: 1) se desarrollan determinados aspectos del régimen fiscal de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb); 2) se introducen ciertas modificaciones en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (IIC), y 3) se introducen ciertas novedades en el impuesto sobre sociedades y en el IRPF.

NOVIEMBRE 2013

SUPERVISIÓN Y SOLVENCIA DE ENTIDADES FINANCIERAS: MEDIDAS URGENTES PARA LA ADAPTACIÓN DEL DERECHO ESPAÑOL A LA NORMATIVA DE LA UE. — Se publicó el *Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre* (BOE del 30), de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la UE en materia de supervisión y solvencia de las entidades financieras. Su entrada en vigor fue el 1 de diciembre de 2013, aunque ciertas disposiciones serán exigibles durante el año 2014.

El objetivo de esta norma es, por un lado, incorporar directamente a nuestro ordenamiento el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, que entró en vigor el 1 de enero de 2014, ampliando y adaptando las funciones supervisoras del Banco de España y de la CNMV (que son consideradas autoridades competentes en el ámbito de sus funciones) a las nuevas facultades establecidas en el derecho de la UE. Por otro, transponer la Directiva 2013/36/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, que debía estar incorporada en nuestro derecho interno para esa misma fecha.

Las novedades más relevantes en el ámbito de las entidades de crédito son las siguientes: 1) se introducen ciertas modificaciones en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, para adecuarla a la normativa europea a partir del 1 de enero de 2014; 2) se revisan las funciones que le corresponden al Banco de España, en su condición de autoridad responsable de la supervisión de las entidades de crédito y sus grupos consolidables; 3) se introducen ciertas novedades en materia de incumplimientos de las normas de solvencia; 4) se recogen una serie de medidas de gobierno corporativo de las entidades financieras que entrarán en vigor el 30 de junio de 2014; en especial, se introducen limitaciones a las remuneraciones de las categorías de empleados cuyas actividades profesionales incidan de manera significativa en el perfil de riesgo de la entidad, su grupo, sociedad matriz o filiales; 5) se establece un tratamiento prudencial para las participaciones preferentes como recursos propios; 6) se deroga el requisito de capital principal, regulado en el Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, aunque se establece un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 2014, con la finalidad de atenuar los efectos que pudiera producir su derogación, y 7) se modifica la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, con el fin de habilitar al Fondo de Resolución Ordenada Bancaria (FROB) para que pueda incrementar sus recursos propios mediante la capitalización de créditos, préstamos o cualquier otra operación de endeudamiento en las que el Estado figure como acreedor.

Otras novedades son las siguientes: 1) se modifica la Ley del Mercado de Valores con el objetivo de introducir las reformas derivadas de la Directiva 2013/36/UE, relativas a las empresas de servicios de inversión (ESI), que guardan paralelismo con las de las entidades de crédito; 2) se regula por primera vez la figura del identificador de entidad jurídica, prevista por el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida cen-

tral y los registros de operaciones, y 3) se modifica el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, para introducir determinadas medidas destinadas a permitir que ciertos activos fiscales diferidos, conocidos como DTA (*Deferred Tax Assets*), no tengan que deducirse al computar el capital de nivel 1 ordinario.

BANCO CENTRAL EUROPEO: RENDICIÓN DE CUENTAS ANTE EL PARLAMENTO EUROPEO DE LAS TAREAS ENCOMENDADAS AL BCE EN EL MARCO DEL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN.—Se publicó el *Acuerdo interinstitucional de fecha 6 de noviembre entre el Parlamento Europeo y el BCE relativo a las normas prácticas de ejecución de la rendición de cuentas y de la supervisión del ejercicio de las tareas encomendadas al BCE en el marco del Mecanismo Único de Supervisión* (DOUE del 30 de noviembre). En él se desarrollan las obligaciones de rendición de cuentas e información del BCE ante el Parlamento Europeo y el Consejo, que fueron previstas en el Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013 que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito de los Estados miembros participantes en el MUS.

El BCE proporcionará cada año al Parlamento Europeo un informe sobre el ejercicio de las tareas que le encomienda el citado reglamento. Asimismo facilitará a la comisión competente del Parlamento determinada información sobre: 1) los procedimientos de selección del presidente y vicepresidente del Consejo de Supervisión, cuyos candidatos serán propuestos por el BCE y aprobados por el Parlamento; 2) el establecimiento del código de conducta previsto en el Reglamento (UE) n.º 1024/2013, que abordará cuestiones relativas a conflictos de interés y velará por el respeto de las normas sobre la separación entre la función de supervisión y la función de política monetaria, y 3) los procedimientos (incluido el calendario) que haya establecido para la adopción de sus reglamentos, decisiones, orientaciones y recomendaciones («actos»), sujetos a consulta pública.

El acuerdo entró en vigor el 7 de noviembre de 2013.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LAS CLÁUSULAS GENERALES APLICABLES A LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.—Se publicó la *Resolución de 29 de noviembre de 2013*, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España (BOE del 30), de modificación de la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España. La resolución modifica el apartado 9.2 de la cláusula VI, de forma que el Banco de España calculará las liquidaciones de la remuneración de los saldos de efectivo transferidos por la aplicación de ajustes de valoración de las garantías con un tipo de interés idéntico al tipo de la facilidad de depósito, en vez del tipo marginal de las operaciones principales de financiación del Banco de España, como se hacía anteriormente.

La resolución entró en vigor el 30 de noviembre de 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEO: GESTIÓN DE LOS ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA.—Se publicó la *Orientación BCE/2013/45, de 28 de noviembre de 2013* (DOUE del 4 de marzo de 2014), por la que se modifica la *Orientación BCE/2008/5, de 20 de junio de 2008*, sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE por los BCN de la zona del euro, y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos, que entró en vigor el 4 de marzo de este año.

La Orientación BCE/2008/5 establecía que los BCN podían: 1) participar en la gestión operativa de los activos exteriores de reserva transferidos al BCE; 2) participar en ella mancomunadamente con otro u otros BCN, o 3) abstenerse de participar en dicha gestión. En este último caso, los demás BCN gestionarían los activos que hubiera gestionado ese BCN de no abstenerse. A partir de ahora, se permite que un BCN de la zona del euro pueda solicitar al BCE o a otro u otros BCN de la zona del euro que asuman ciertas funciones en su nombre relativas a dicha gestión, y estos tendrán libertad para aceptar o rechazar dicha solicitud.

DICIEMBRE 2013

CAJAS DE AHORROS Y FUNDACIONES BANCARIAS.—Se publicó la *Ley 26/2013, de 27 de diciembre* (BOE del 28), de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, que recoge el nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros, y la regulación de las fundaciones bancarias como nueva figura en el ordenamiento jurídico español. La ley entró en vigor el 29 de noviembre de 2013, y en el plazo de seis meses las Comunidades Autónomas debían adaptar su legislación sobre cajas de ahorros a lo dispuesto en esta norma.

La norma deroga la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros; el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, excepto los apartados que se refieren al régimen fiscal de los sistemas institucionales de protección, y determinados apartados del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los Intermediarios Financieros, en lo que concierne a las cuotas participativas.

A continuación, se comentan las novedades más destacadas.

NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS CAJAS DE AHORROS

En relación con su nuevo régimen jurídico cabe resaltar: 1) se reduce su ámbito de actuación al territorio de una Comunidad Autónoma, aunque puede sobrepasar este límite siempre que se actúe sobre un máximo de diez provincias limítrofes entre sí; 2) se realiza un importante ejercicio de profesionalización de los órganos de gobierno, que se concreta fundamentalmente en un menor peso de las Administraciones Públicas y entidades y corporaciones de derecho público, así como las exigencias de honorabilidad, experiencia y buen gobierno a todos los vocales del consejo de administración, la mayoría de los cuales, además, deberán ser independientes; 3) se establece un nuevo régimen para las cuotas participativas: las cajas de ahorros que hubieran emitido cuotas participativas deberán presentar a la aprobación del Banco de España un plan específico de amortización de ellas, dado que pasado ese tiempo, las cajas de ahorros no podrán seguir computando las cuotas participativas como recursos propios; 4) se exige la confección de un informe anual sobre remuneraciones de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control, y 5) se regula el régimen de fusiones de cajas de ahorros, así como el traslado de su domicilio social.

FUNDACIONES BANCARIAS

La ley introduce en nuestro ordenamiento jurídico la figura de las fundaciones bancarias, que son aquellas que mantienen una participación en una entidad de crédito de forma directa o indirecta de, al menos, un 10 % del capital o de los derechos de voto de la entidad, o que le permite nombrar o destituir a algún miembro de su órgano de administración. Tendrán finalidad social y orientarán su actividad principal a la atención y desarrollo de la obra social y a la adecuada gestión de su participación en una entidad de crédito. Asimismo, se contemplan otros aspectos relevantes como; 1) el régimen jurídico de sus órganos de gobierno, que serán personas físicas o jurídicas relevantes en el ámbito de actuación de la obra social de la fundación bancaria, y con conocimientos y experiencia

específicos en materia financiera; 2) el desarrollo de las obligaciones de gobierno corporativo; 3) el procedimiento de transformación de las fundaciones ordinarias en fundaciones bancarias; 4) la regulación del protocolo de gestión y del plan financiero para aquellas fundaciones bancarias que posean una participación igual o superior al 30 % del capital en una entidad de crédito o que les permita su control, con la salvedad de que si esta participación fuera igual o superior al 50 % dicho plan deberá contener documentación adicional, y 5) su régimen fiscal.

TRANSFORMACIÓN
DE LAS CAJAS DE AHORROS
EN FUNDACIONES BANCARIAS
U ORDINARIAS

La ley establece varios supuestos en los cuales las cajas de ahorros deberán transformarse en fundaciones bancarias o, en otro caso, en fundaciones ordinarias (en este último caso deberán traspasar todo el patrimonio afecto a su actividad financiera a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última, con pérdida de la autorización para actuar como entidad de crédito). Estos supuestos son, entre otros, los siguientes: 1) cuando posean una participación en una entidad de crédito de, al menos, un 10 % del capital o de los derechos de voto de la entidad, o la posibilidad de nombrar o destituir algún miembro de su órgano de administración; 2) si el valor del activo total consolidado de la caja de ahorros, según el último balance auditado, supera la cifra de 10.000 millones de euros, o su cuota en el mercado de depósitos de su ámbito territorial de actuación sea superior al 35 % del total de los depósitos; 3) cuando estén ejerciendo su actividad financiera de forma indirecta a través de una entidad bancaria, y 4) si están incursas en una de las causas legales de transformación en fundación de carácter especial de las reguladas en el Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio.

FUNCIONES DEL BANCO
DE ESPAÑA

Corresponderá al Banco de España el control del cumplimiento de las normas contenidas en esta ley, como autoridad responsable de la supervisión de la entidad de crédito participada, y, en particular, valorar la influencia de la fundación bancaria sobre la gestión sana y prudente de la citada entidad, de conformidad con los criterios establecidos en el régimen de participaciones significativas previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio. A tales efectos, el Banco de España podrá realizar las inspecciones y las comprobaciones que considere oportunas en el ejercicio de sus funciones, así como requerir a la fundación bancaria cuanta información resulte necesaria para desarrollar sus funciones.

GESTIÓN DE TESORERÍA DEL ESTADO: NUEVAS OPERACIONES.— Se publicó el *Real Decreto-ley 15/2013, de 13 de diciembre* (BOE del 30), sobre reestructuración de la entidad pública empresarial Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF) y otras medidas urgentes en el orden económico.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, la disposición final tercera del real decreto-ley modifica la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, con el fin de que el ministro de Economía y Competitividad pueda autorizar al Tesoro la realización de operaciones de depósito a plazo y la colocación de fondos en cuentas de tesorería, además de las ya contempladas de préstamo y adquisiciones temporales de activos. En dicha autorización se concretarán las condiciones en que podrán efectuarse tales operaciones, que respetarán los principios de solvencia, publicidad, concurrencia y transparencia, adecuados al tipo de operación de que se trate en cada caso.

El real decreto-ley entró en vigor el 14 de diciembre.

TRANSPARENCIA, ACCESO A LA INFORMACIÓN PÚBLICA Y BUEN GOBIERNO.— Se publicó la *Ley 19/2013, de 9 de diciembre* (BOE del 10), de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno, que regula e incrementa la transparencia de la activi-

dad de todos los sujetos que prestan servicios públicos o ejercen potestades administrativas, desde una doble perspectiva: la publicidad activa y el derecho de acceso a la información pública.

Dentro de su ámbito de aplicación se incluyen todas las Administraciones Públicas y entidades de derecho público con personalidad jurídica propia, vinculadas o dependientes de cualquiera de las Administraciones Públicas, así como, entre otros, la Casa de su Majestad el Rey, el Banco de España y las sociedades mercantiles en cuyo capital social la participación, directa o indirecta, de las entidades públicas sea superior al 50 %.

Las novedades más relevantes de la norma son, entre otras, las siguientes: 1) los sujetos incluidos en su ámbito de aplicación publicarán, de forma periódica y actualizada, la información cuyo conocimiento sea relevante para garantizar la transparencia de su actividad relacionada con el funcionamiento y el control de la actuación pública, cuyo contenido se detalla en la Ley; 2) la información sujeta a las obligaciones de transparencia será publicada en las correspondientes sedes electrónicas o sitio web, de una manera clara, estructurada y entendible para los interesados y, preferiblemente, en formatos reutilizables; 3) se faculta al Gobierno para que desarrolle un «Portal de la Transparencia», dependiente del Ministerio de la Presidencia, que incluirá, además de la información sobre la que existe una obligación de publicidad activa, aquella cuyo acceso se solicite con mayor frecuencia; 4) se crea y se regula el Consejo de Transparencia y Buen Gobierno como un órgano independiente, con plena capacidad jurídica y de obrar, y que cuenta con una estructura sencilla que, a la vez que garantiza su especialización y operatividad, evita crear grandes estructuras administrativas, y 5) se establecen los principios de buen gobierno que se aplicarán a los altos cargos y asimilados del Estado, de las Comunidades Autónomas y de las Entidades Locales.

La ley entró en vigor el 11 de diciembre de 2013, salvo determinadas disposiciones que lo harán el 10 de diciembre de 2014. Las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales dispondrán de un plazo máximo de dos años para adaptarse a las obligaciones contenidas en esta norma.

UNIDAD DE MERCADO.—Se publicó la *Ley 20/2013, de 9 de diciembre* (BOE del 10), de garantía de la unidad de mercado, que, salvo para algún apartado, entró en vigor el 11 de diciembre de 2013. La ley tiene por objeto establecer las disposiciones necesarias para hacer efectivo el principio de unidad de mercado en el territorio nacional. En particular, su finalidad es garantizar la integridad del orden económico y facilitar el aprovechamiento de economías de escala y alcance del mercado, mediante el libre acceso, el ejercicio y la expansión de las actividades económicas en todo el territorio, garantizando su adecuada supervisión.

Los aspectos más relevantes de la norma son: 1) el establecimiento de los principios de garantía de la libertad de establecimiento y la libertad de circulación; 2) la garantía de la cooperación entre las Administraciones Públicas; 3) la instrumentación del principio de necesidad y proporcionalidad, de forma que las autoridades competentes velarán para minimizar las cargas administrativas soportadas por los operadores económicos; 4) el desarrollo del principio de eficacia en todo el territorio nacional, de modo que cualquier operador legalmente establecido, o cualquier bien legalmente producido y puesto en circulación, podrá ejercer la actividad económica o circular en todo el territorio nacional, sin que quepa, en principio, exigirle nuevas autorizaciones o trámites adicionales de otras autoridades competentes diferentes; 5) la regulación de los mecanismos de protección de los operadores

económicos, proporcionando una solución para los obstáculos y barreras a la unidad de mercado detectados por los operadores económicos; 6) la creación del Consejo para la Unidad de Mercado, presidido por el Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas, y 7) la introducción de procedimientos por los que el interesado puede optar ante dicho Consejo como alternativa al tradicional sistema administrativo de recursos.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2014.—Se publicó la *Ley 22/2013, de 23 de diciembre* (BOE del 26), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2014. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

DEUDA DEL ESTADO

Se autoriza al Gobierno para que durante 2014 incremente el saldo vivo de la deuda del Estado, como máximo, en 72.958 millones de euros con respecto del nivel de primeros de año (71.021 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior). Dicho límite podrá ser sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del ministro de Economía y Competitividad, estableciéndose los supuestos en los que quedará automáticamente revisado. Además, se autoriza al Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores para que pueda endeudarse durante 2014 con un límite máximo de 47.500 millones de euros, una vez deducido el saldo de tesorería y de activos a corto plazo.

CAMBIOS EN LA FISCALIDAD

En el IRPF, se prorroga para 2014 el gravamen complementario a la cuota íntegra estatal establecido para 2012 y 2013. También se prorroga para 2014 la reducción del 20 % del rendimiento neto positivo por mantenimiento o creación de empleo de las actividades económicas cuyo importe neto de la cifra de negocios para el conjunto de ellas sea inferior a 5 millones de euros y tengan una plantilla media inferior a 25 empleados. Igualmente, se mantiene un año más el tratamiento que se otorga en el IRPF a los gastos e inversiones para habitar a los empleados en la utilización de las nuevas tecnologías de la comunicación y de la información, cuando solo puedan realizarse fuera del lugar y horario de trabajo, que darán derecho a las deducciones previstas en la norma como gastos de formación profesional.

Se mantienen en 2013 las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años, al igual que se hacía con la Ley del IRPF, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo. Por un lado, a los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios procedentes de instrumentos financieros contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006, se les aplicará una reducción del 40 %. Por otro, a los rendimientos derivados de percepciones en forma de capital diferido procedentes de seguros de vida o invalidez contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006, se les aplicará una reducción del 40 % o del 75 %, tal como estaba previsto en dicha norma.

En el impuesto sobre sociedades, al igual que lo comentado para el IRPF, también se prorroga para 2014 el tipo de gravamen reducido por mantenimiento o creación de empleo para las empresas cuyo importe neto de la cifra de negocios sea inferior a 5 millones de euros, y la plantilla media, inferior a 25 empleados. Así, tributarán con arreglo a la siguiente escala: 1) por la parte de base imponible, hasta 300.000 euros, al tipo del 20 %, y 2) por la parte restante, al 25 %. De igual modo, se mantiene para 2014 el tratamiento fiscal favorable en relación con los gastos e inversiones para habitar a los empleados en la utilización de las nuevas tecnologías de la comunicación y de la información. También se recoge la fijación de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios en los su-

puestos de transmisión, y la regulación de la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2014.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen en el 4 % y en el 5 %, respectivamente.

BANCO CENTRAL EUROPEO: NORMAS PARA LA ELABORACIÓN DE SUS CUENTAS ANUALES.— Se publicó la *Decisión BCE/2013/52, de 27 de diciembre de 2013* (DOUE del 4 de febrero), por la que se modifica la Decisión BCE/2010/21, de 11 de noviembre de 2010, sobre las cuentas anuales del BCE, con el fin de adaptarla a la versión revisada de la Norma Internacional de Contabilidad 19, «retribuciones a los empleados».

En este sentido, se modifica el anejo I de la Decisión BCE/2010/21 para incluir en el lado del pasivo del balance del BCE la declaración de los resultados del recálculo del pasivo (activo) neto por prestaciones definidas respecto a las retribuciones posempleo.

La decisión entró en vigor el pasado 30 de diciembre de 2013.

ADQUISICIÓN DE BILLETES EN EUROS: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA.— Se publicó la *Orientación BCE/2013/49, de 18 de diciembre de 2013* (DOUE del 1 de febrero), por la que se modifica la Orientación BCE/2004/18, de 16 de septiembre, sobre la adquisición de billetes en euros, con el fin de dar cumplimiento a los postulados de esta norma, que preceptuaba su revisión cada dos años a partir de entonces.

El 10 de julio de 2003, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a más tardar, a partir del 1 de enero de 2012 se aplicaría un procedimiento único de licitación del Eurosistema a la adquisición de billetes en euros. Dado que no se produjeron los supuestos en los que se basaba la fecha de inicio del mismo, la Orientación BCE/2011/3, de 18 de marzo de 2011, modificó la fecha de inicio del procedimiento único de licitación del Eurosistema, que pasó del 1 de enero de 2012 al 1 de enero de 2014, salvo que el Consejo de Gobierno decidiera otra fecha de inicio. La Orientación BCE/2013/49 ha decidido retrasar nuevamente la fecha de comienzo, debido a que seguían sin cumplirse tales supuestos, otorgando al Consejo de Gobierno del BCE la facultad de decidir dicha fecha.

La orientación entró en vigor el 1 de febrero de este año.

NORMAS CONTABLES Y MODELOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADOS.— Se publicó la *Orden ECC/2515/2013, de 26 de diciembre* (BOE del 10 de enero), por la que se desarrolla el artículo 86.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que entró en vigor el 11 de enero de este año. En concreto, el citado artículo faculta al ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, a la CNMV para establecer y modificar las normas contables y los modelos a los que se deben ajustar los estados financieros de las sociedades rectoras de las infraestructuras de mercado y de las empresas de servicios de inversión (ESI). También le faculta para regular los registros, bases de datos internos o estadísticas y documentos que deben llevar las mencionadas entidades y, en relación con sus operaciones de mercado de valores, las entidades de crédito.

De acuerdo con la habilitación citada, la orden autoriza a la CNMV para que regule y desarrolle los estados contables y la información a que se alude en el párrafo anterior, que

podrá tener: carácter público, como información a terceros de la situación patrimonial, económica y financiera de las respectivas entidades, o carácter reservado, cuya finalidad será la información en exclusiva a la CNMV con objeto de que esta pueda cumplir sus funciones de supervisión e inspección de los mercados y de las personas físicas o jurídicas que se relacionan con su tráfico. También queda facultada para establecer: 1) la forma, detalle, frecuencia y plazo de presentación de los estados financieros de carácter tanto público como reservado, sin perjuicio de que pueda requerir individualmente a las entidades cuanta información adicional precise en el cumplimiento de sus funciones; 2) las correlaciones entre los estados financieros públicos y los reservados, y 3) las normas sobre los plazos de remisión y de difusión, y publicidad de las auditorías de las cuentas anuales y del informe de gestión correspondiente.

CONTROL DE LA DEUDA COMERCIAL EN EL SECTOR PÚBLICO.—Se publicó la *Ley Orgánica 9/2013, de 20 de diciembre* (BOE del 21), de control de la deuda comercial en el sector público, que modifica, entre otras, la *Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera*, y la *Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas*. A excepción de ciertas salvedades, la ley orgánica entró en vigor el 22 de diciembre de 2013.

La Ley introduce en la *Ley Orgánica 2/2012*, entre otros aspectos, los siguientes: por un lado, que el control del endeudamiento del sector público no debe limitarse solo al volumen de su deuda financiera, sino también a su deuda comercial. Por otro, la obligación de pagar dicha deuda a sus proveedores en un plazo de 30 días, que es el plazo máximo establecido en la normativa sobre morosidad.

Otras novedades reseñables en la norma son las siguientes: 1) se crea la obligación de las Administraciones Públicas de hacer público su período medio de pago a proveedores (PMP) y de disponer de un plan de tesorería que incluirá, al menos, información relativa a la previsión de pago a proveedores, de forma que se garantice el cumplimiento del plazo máximo que fija la normativa sobre morosidad; 2) se actualizan las medidas de prevención automática, sobre todo cuando el volumen de deuda pública se sitúe por encima del 95 % de los límites establecidos, y 3) se revisan las medidas automáticas de corrección cuando se constate que el PMP de la Comunidad Autónoma supere en más de 30 días el plazo máximo durante dos meses consecutivos a contar desde la actualización de su plan de tesorería.

UNIÓN EUROPEA: NORMAS TÉCNICAS APLICABLES A LOS FONDOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—Se han publicado varios reglamentos de la Unión Europea que desarrollan el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012. Son los siguientes:

El Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1423/2013 de la Comisión, de 20 de diciembre de 2013 (DOUE del 31), por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que se refiere a la publicación de los requisitos de fondos propios de las entidades financieras.

Su objetivo es garantizar una aplicación uniforme del Reglamento (UE) n.º 575/2013 en la comunicación de determinada información, para lo cual se publican en los anejos del reglamento de ejecución una serie de plantillas que las entidades financieras cumplimentarán y publicarán con la siguiente información: 1) descripción de las características princi-

pales de los instrumentos de capital de nivel 1 ordinario, de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2 emitidos por las entidades financieras, conforme a la plantilla que figura en el anejo II; 2) divulgación de la naturaleza y de los importes de elementos específicos aplicados a los fondos propios conforme a la plantilla que figura en el anejo II, y 3) publicación de la naturaleza y de los importes de los elementos específicos aplicados a los fondos propios durante el período transitorio (2014-2017), conforme a la plantilla que figura en el anejo VI. Finalmente, las entidades aplicarán la metodología establecida en el anejo I a fin de cumplir los requisitos de publicación de una conciliación completa de los elementos de los fondos propios con los estados financieros auditados, tal como se indica en el artículo 437 del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

El *Reglamento Delegado (UE) n.º 183/2014 de la Comisión*, de 20 de diciembre de 2013 (DOUE del 27 de febrero), que completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para especificar el cálculo de los ajustes por riesgo de crédito específico y por riesgo de crédito general, que entró en vigor el 19 de marzo.

Se establece que los importes que la entidad financiera deberá incluir en dichos ajustes serán todos los que se hayan deducido del capital de nivel 1 ordinario de la entidad para reflejar pérdidas exclusivamente relacionadas con el riesgo de crédito, de conformidad con el marco contable aplicable y reconocidas como tales en la cuenta de pérdidas y ganancias, independientemente de si están originadas por deterioro de valor, correcciones de valor o provisiones para partidas fuera de balance.

Por último, el *Reglamento Delegado (UE) n.º 241/2014 de la Comisión*, de 7 de enero de 2014 (DOUE del 14 de marzo), que completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013, en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades, que entró en vigor el 3 de abril. El reglamento desarrolla determinados apartados del Reglamento (UE) n.º 575/2013, como: 1) la aplicación de las deducciones realizadas en los elementos de capital de nivel 1 ordinario y otras deducciones realizadas en los de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2, de conformidad con el artículo 36, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013; 2) la forma y la naturaleza de los incentivos que se van reembolsar, la naturaleza de una revalorización de un instrumento de capital de nivel 1 adicional tras una amortización del principal con carácter temporal, los procedimientos y el momento oportuno en relación con las circunstancias desencadenantes, las características de un instrumento que podrían impedir la recapitalización y la utilización de entidades de cometido especial, de conformidad con el artículo 52, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013; 3) el detalle de determinadas condiciones que deben cumplirse antes de poder obtener la autorización supervisora para reducir los fondos propios, así como el procedimiento pertinente, de conformidad con el artículo 78, apartado 5, del Reglamento (UE) n.º 575/2013; 4) las condiciones para obtener una dispensa temporal de realizar deducciones en los fondos propios, de conformidad con el artículo 79, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013, y 5) los tipos de activos que pueden relacionarse con el funcionamiento de una entidad de cometido especial y el significado de «mínimo» y «poco significativo» a efectos de la determinación del capital de nivel 1 adicional y del capital de nivel 2 admisibles, emitidos por una entidad de cometido especial, de conformidad con el artículo 83, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

ENERO 2014

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE SU REGLAMENTO INTERNO.—Se publicó la *Decisión BCE/2014/1*, de 22 de enero de 2014 (DOUE del 29 de marzo), que modifica la *Decisión BCE/2004/2* por la que se adopta el reglamento interno del BCE, que entró en vigor el 22 de enero. Su objetivo es adaptar la organización interna del BCE y

sus órganos rectores a los nuevos requisitos derivados del Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, para clarificar la interacción de los órganos que intervienen en el proceso de elaboración y adopción de decisiones de supervisión.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) el establecimiento de un código de conducta para la orientación de sus miembros y de quienes sean nombrados sus sustitutos, que se publicará en la dirección de Internet del BCE; 2) la creación de un comité de auditoría que establecerá su mandato y composición para reforzar los procedimientos de control internos y externos existentes, y mejorar aún más el gobierno corporativo del BCE y el Eurosistema, y 3) el desarrollo de las funciones del Consejo de Supervisión, creado por el Reglamento (UE) n.º 1024/2013, estableciendo, además de su composición, el modo de nombramiento de sus miembros, las condiciones de contratación del presidente de dicho consejo, y el procedimiento de votación y adopción de las decisiones que tome en el desempeño de las funciones atribuidas por el citado reglamento.

BANCO DE ESPAÑA: SUPERVISIÓN Y SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.— Se publicó la *CBE 2/2014, de 31 de enero* (BOE del 5 de febrero), sobre el ejercicio de diversas opciones reguladoras contenidas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y de las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, que entró en vigor el 6 de febrero. Asimismo, se aprovecha para derogar la *CBE 7/2012, de 30 de noviembre*, sobre requerimientos mínimos de capital principal.

Con el mismo objetivo que tiene el regulador comunitario de facilitar una adaptación progresiva y suave a los nuevos requerimientos derivados de la introducción del marco de Basilea III en la Unión Europea, el Banco de España ha optado por tomar los plazos más largos permitidos por el Reglamento (UE) n.º 575/2013 y los coeficientes correctores menos exigentes. No obstante, en ciertos casos en que la normativa española, en particular, en la *CBE 3/2008, de 22 de mayo*, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, venía siendo más exigente que la permitida por el mencionado reglamento, esta se ha considerado el suelo a partir del cual se ejercitará la opción.

El Banco de España hace uso de algunas de las opciones reguladoras establecidas en dicho reglamento: unas tienen carácter permanente y otras carácter transitorio. Las primeras permiten una continuidad en el tratamiento que la normativa española había venido dando a determinadas cuestiones antes de la entrada en vigor del citado reglamento, cuya justificación viene establecida por el modelo de negocio que tradicionalmente han seguido las entidades españolas. Las de carácter transitorio se aplicarán entre el 1 de enero de 2014 y el 31 de diciembre de 2017. Cabe reseñar que, para el año 2014, los requisitos de recursos propios de las entidades de crédito deberán, en todo momento, cumplir con una ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5 %, y con una ratio de capital de nivel 1 del 6 %.

Asimismo, se precisa el tratamiento que las entidades deberán seguir aplicando para ciertas cuestiones, hasta la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación que está elaborando la Autoridad Bancaria Europea (ABE).

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA CONTABLE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.— Se publicó la *CBE 1/2014, de 31 de enero* (BOE del 5 de febrero), que modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pú-

blica y reservada, y sobre modelos de estados financieros. Conforme a las facultades otorgadas por la Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, el Banco de España determina dos categorías de activos a los que se asignarían los saldos remanentes existentes a 31 de diciembre de 2013 sobre financiaciones relacionadas con la promoción y construcción inmobiliaria constituidas sobre riesgos calificados como normales a 31 de diciembre de 2011, que no hubieran sido posteriormente aplicadas a consecuencia de una reclasificación como activos dudosos, subestándar o por la adjudicación o recepción de activos en pago de deudas. Dichas categorías son las siguientes: 1) activos financieros calificados como dudosos y activos inmobiliarios para los que sea necesaria una cobertura superior a las mínimas establecidas en el anejo IX de la CBE 4/2004, y 2) activos financieros relacionados con inversiones en instrumentos de capital no negociados en mercados activos de compañías cuyo negocio más relevante esté vinculado, directa o indirectamente, con el sector inmobiliario, de acuerdo con las informaciones públicas disponibles a 31 de diciembre de 2013.

La circular entró en vigor el 6 de febrero.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2014 Y ENERO DE 2015. — Se publicaron la *Orden ECC/1/2014, de 2 de enero* (BOE del 10), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2014 y enero de 2015, y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas y las *resoluciones de 20 y de 23 de enero de 2014*, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera —en adelante, el Tesoro— (BOE del 21 y del 24, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y para el mes de enero siguiente.

Al igual que en la Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014, se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) que se aplican, desde el 1 de enero de 2013, a todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización superior a un año.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes, introduciéndose como nuevo procedimiento de emisión las operaciones de venta simple (que consisten en colocaciones directas de valores del Tesoro a una o varias contrapartidas). Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes o de valores que el Tesoro Público tenga en su cuenta de valores.

En relación con las subastas, se continúa emitiendo mediante subastas ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas), así como mediante otros procedimientos. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación.

Se mantiene la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medio ponderado, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como de bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado, para no distorsionar el resultado de las subastas.

Finalmente, como en años anteriores, a las subastas les seguirá una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado, que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

La orden entró en vigor el 10 de enero y las resoluciones, el 21 y el 24 de enero, respectivamente.

CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Resolución de 14 de enero de 2014 del Tesoro* (BOE del 18), que modifica la de 20 de julio 2012, por la que se establecen las condiciones de actuación de los creadores de mercado de deuda pública del Reino de España. Su finalidad es permitir a los creadores de mercado realizar operaciones de venta simple con la deuda del Estado, introducidas como nuevo procedimiento de emisión por la Orden ECC/1/2014, de 2 de enero, comentado anteriormente.

La resolución entró en vigor el 18 de enero.

FEBRERO 2014

SAREB: ATRIBUCIÓN DE ENTIDAD COLABORADORA DE LOS PLANES ESTATALES DE VIVIENDA.—Se publicó la *Ley 1/2014, de 28 de febrero* (BOE del 1 de marzo), para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social, que entró en vigor el 2 de marzo.

Desde el punto de vista financiero, cabe reseñar la disposición adicional primera que atribuye a la Sareb la condición de entidad colaboradora del Ministerio de Fomento para la financiación de actuaciones protegidas en el marco de los planes estatales de vivienda. De este modo, los préstamos transferidos a la Sareb que eran beneficiarios de estas ayudas no perderán esta condición como consecuencia de la operación de segregación y traspaso de activos, y la mantendrán aun en el caso de que la Sareb los ceda o transmita a cualquier entidad financiera colaboradora, independientemente del Plan Estatal de Vivienda que les sea de aplicación.

UNIÓN EUROPEA: CONTRATOS DE CRÉDITO CELEBRADOS CON LOS CONSUMIDORES PARA BIENES INMUEBLES DE USO RESIDENCIAL.—Se publicó la *Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014* (DOUE del 28), sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, y por la que se modifican las directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE, y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.

La directiva, que entró en vigor el 20 de marzo, establece un marco común aplicable a aquellos contratos relativos a créditos que estén garantizados mediante hipoteca u otro tipo de garantía, en relación con bienes inmuebles de uso residencial. Con el objetivo de crear un mercado interior con un grado elevado y equivalente de protección de los consumidores, la directiva establece ciertas disposiciones objeto de la máxima armonización en los Estados miembros, de forma que estos no podrán mantener ni introducir en su derecho nacional disposiciones legales que diverjan de las establecidas en aquella. Esto sucede, en concreto, en lo referente al suministro de información precontractual de los contratos de crédito mediante la «ficha europea de información normalizada» (FEIN), así como respecto de la base común que se ha establecido para calcular la tasa anual equivalente (TAE).

No obstante, fuera de estos ámbitos de máxima armonización, los Estados miembros pueden mantener o adoptar disposiciones más estrictas en materia de protección del consumidor, siempre y cuando tales disposiciones sean compatibles con las obligaciones que el derecho de la Unión Europea impone a los Estados miembros.

Otras de las cuestiones relevantes que aborda la directiva son las siguientes: 1) el régimen de reconocimiento que se exige a los prestamistas, a los intermediarios de crédito y a sus

representantes, distintos de las entidades de crédito o de otras entidades financieras asimiladas para desempeñar este tipo de actividades, incluyendo la actividad transfronteriza; 2) el establecimiento de normas de calidad en relación con determinados servicios, concretamente la distribución y concesión de crédito; 3) la información precontractual personalizada que se debe proporcionar al consumidor, incluyendo las oportunas advertencias específicas del riesgo, por ejemplo sobre las posibles repercusiones de las fluctuaciones del tipo de cambio en el importe que tiene que reembolsar; 4) la evaluación de la solvencia del consumidor, y 5) la promoción de medidas destinadas a apoyar la educación de los consumidores en estos ámbitos, en relación con la contratación de préstamos y la gestión responsable de la deuda.

MARZO 2014

MEDIDAS URGENTES EN MATERIA DE REFINANCIACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EMPRESARIAL. — Se publicó el *Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo* (BOE del 8), por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial (en adelante, el real decreto-ley), con el fin de agilizar y flexibilizar estos procesos. Su entrada en vigor ha sido el 9 de marzo, y su convalidación por el Congreso de los Diputados se produjo el 20 de marzo.

El principal objetivo de la norma es aumentar la eficacia de las refinanciaciones concursales, de modo que las empresas puedan reestructurar su deuda de forma más ágil y sin tener que solicitar el concurso, para lo cual se modifican diversos aspectos de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, cuyos aspectos más relevantes se exponen a continuación: 1) la suspensión y la paralización de las ejecuciones de los bienes necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial; 2) la ampliación y la flexibilización de los acuerdos de refinanciación (además de quitas y esperas, se permite la conversión de deuda en capital, operativa que se incentiva al dar mayor prioridad en el cobro a las acciones surgidas de la conversión frente a las previamente existentes), que además se pueden imponer a acreedores disidentes (anteriormente solamente se podían imponer esperas); 3) la modificación de las condiciones para impedir la rescisión de los acuerdos de refinanciación, en especial se puntualiza expresamente que no serán rescindibles los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente, y se introduce una nueva categoría de acuerdos de refinanciación que se declaran no rescindibles, sin necesidad de alcanzar determinadas mayorías de pasivo; 4) la introducción de ciertos incentivos para la concesión de nueva financiación; 5) el establecimiento de nuevas condiciones de los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente, reduciendo del 55 % al 51 % el porcentaje de acreedores que deben suscribir el acuerdo de refinanciación, así como su extensión a los titulares de cualquier endeudamiento financiero, con independencia de que estén o no sometidos a supervisión financiera, si bien con ciertas limitaciones, y 6) se simplifica y agiliza el procedimiento de homologación: el juez se limita a verificar la concurrencia de los porcentajes exigidos y a valorar si el sacrificio exigido tiene o no un carácter desproporcionado.

Por otro lado, el real decreto-ley habilitó al Banco de España para que en el plazo de un mes estableciese e hiciese públicos criterios homogéneos para la clasificación como riesgo normal de las operaciones reestructuradas como consecuencia de acuerdos de refinanciación homologados judicialmente. Se hizo uso de dicha habilitación el pasado 18 de marzo, cuando la Comisión Ejecutiva del Banco de España envió una comunicación a las entidades de crédito que contenía dichos criterios.

DEFENSA DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — Se publicó la *Ley 3/2014, de 27 de marzo* (BOE del 28), por la que se modifica el

texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, con el fin de transponer al derecho interno la Directiva 2011/83/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores.

La ley refuerza la información que se debe facilitar a los consumidores y usuarios, a través de la ampliación de los requisitos de información precontractual. En los contratos a distancia se contempla —como novedad—la exigencia de que los sitios web de comercio indiquen de modo claro y legible, antes del inicio del procedimiento de compra, si se aplica alguna restricción de entrega y cuáles son las modalidades de pago aceptadas. Otra novedad está referida a los pagos adicionales, de forma que, antes de que el consumidor y usuario quede vinculado por cualquier contrato u oferta, el empresario deberá obtener su consentimiento expreso para cualquier pago adicional a la remuneración acordada para la obligación contractual principal.

En otro orden de cosas, se da cumplimiento a una sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en relación con las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con los consumidores. En la regulación anterior, se atribuía al juez la facultad de modificar el contenido de las cláusulas abusivas que figuraban en los contratos, para integrar la parte afectada por la nulidad con arreglo a lo dispuesto por el artículo 1258 del Código Civil y al principio de buena fe objetiva. En el régimen actual, el juez, previa audiencia de las partes, declarará la nulidad de las cláusulas abusivas incluidas en el contrato, que seguirá siendo obligatorio para las partes en los mismos términos, siempre que el contrato pueda subsistir sin dichas cláusulas.

La ley entró en vigor el 29 de marzo de 2014.

24.4.2014.

2 ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
1 SEBC, BCE y Banco de España		
a) Política monetaria		
BCE: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria	23.1.2013 5.3.2013 20.3.2013 2.5.2013 26.9.2013	Abr 2013 Jul-Ago 2013 Ene 2014
BCE: medidas temporales adicionales relativas a los bonos de titulización y a determinados créditos para ser activos admisibles en las operaciones de política monetaria	26.9.2013	Ene 2014
Banco de España: modificación de las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria	29.11.2013	Ene 2014
b) Supervisión prudencial de las entidades de crédito		
BCE: tareas específicas en relación con la supervisión prudencial de las entidades de crédito	15.10.2013 22.10.2013	Ene 2014
BCE: rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo de las tareas encomendadas en el marco del Mecanismo Único de Supervisión	6.11.2013	Ene 2014
c) Sistemas de pago y gestión de reservas		
Medidas contra la reproducción irregular de billetes en euros y sobre el canje y la retirada de billetes en euros	19.4.2013	Jul-Ago 2013
BCE: prestación de servicios de gestión de reservas por el Eurosistema	15.5.2013 28.11.2013	Abr 2014
Adquisición de billetes en euros: modificación de su normativa	18.12.2013	Abr 2014
d) Información estadística		
BCE: exigencias de información en materia de estadísticas exteriores	30.7.2013	Oct 2013
BCE: información estadística en materia de cuentas financieras trimestrales	25.7.2013	Abr 2014
BCE: información estadística de las finanzas públicas	25.7.2013	Abr 2014
BCE: refundición de varios reglamentos en relación con las obligaciones de información estadística de determinadas instituciones	24.9.2013	Ene 2014
e) Otras áreas		
SEBC: marco de una infraestructura de clave pública para la emisión de certificados electrónicos	11.1.2013	Abr 2013
Registro electrónico del Banco de España	18.6.2013	Jul-Ago 2013
Banco de España: declaración de operaciones y saldos en valores negociables	29.7.2013	Oct 2013
BCE: ingreso de Croacia en el SEBC	21.6.2013	Oct 2013
BCE: ajustes de la participación en el capital	29.8.2013	Abr 2014
Banco de España: modificación del reglamento interno	21.10.2013	Ene 2014
BCE: normas para la elaboración de sus cuentas anuales	27.12.2013	Abr 2014
BCE: modificación de su reglamento interno	22.1.2014	Abr 2014

Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
2 Instituciones financieras		
Supervisión y solvencia de entidades financieras: medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea	29.11.2013	Ene 2014
a) Entidades de crédito		
Contratos de crédito para consumo: nuevos supuestos de cálculo de la TAE	6.2.2013	Abr 2013
Protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero	22.3.2013	Abr 2013
Gobierno corporativo de las entidades de crédito: evaluación de la idoneidad de las personas que dirigen su actividad	12.4.2013	Jul-Ago 2013
Central de Información de Riesgos: modificación de su normativa	25.4.2013 24.5.2013	Jul-Ago 2013
Acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada	26.6.2013	Jul-Ago 2013
Modificación de la definición de pyme	27.9.2013	Oct 2013
Modificación de la normativa contable de las entidades de crédito y de la Central de Información de Riesgos	30.10.2013 31.1.2014	Ene 2014 Abr 2014
Cajas de ahorros y fundaciones bancarias	27.12.2013	Ene 2014
Supervisión y solvencia de las entidades de crédito	31.1.2014	Abr 2014
b) Instituciones de inversión colectiva		
Documento con los datos fundamentales para el inversor y folleto informativo	9.5.2013	Jul-Ago 2013
c) Otras instituciones		
Regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la Sareb	1.2.2013	Abr 2013
Sareb: atribución de entidad colaboradora de los planes estatales de vivienda	28.2.2014	Abr 2014
3 Mercado de valores		
a) Mercado de deuda pública		
Creadores de mercado de la deuda del Estado: modificación de la normativa	10.1.2013 14.1.2014	Abr 2013 Abr 2014
Condiciones de emisión durante 2013 y enero de 2014	2.1.2013 22.1.2013 29.1.2013	Abr 2013
Gestión de tesorería del Estado: nuevas operaciones	13.12.2013	Ene 2014
Condiciones de emisión durante 2014 y enero de 2015	2.1.2014 20.1.2014 23.1.2014	Abr 2014
b) Mercados de valores privados		
Obligaciones de comunicación a la CNMV de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva	30.1.2013	Abr 2013
Informe anual de gobierno corporativo, informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades	20.3.2013	Abr 2013
Servicios de inversión: obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros	12.6.2013	Jul-Ago 2013
Remuneraciones de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros que emitan valores negociados	12.6.2013	Jul-Ago 2013
Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores negociados	12.6.2013	Jul-Ago 2013
Fondos de activos bancarios: normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística	25.9.2013	Ene 2014
Empresas que prestan servicios de inversión: procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas en el ámbito del mercado de valores	25.9.2013	Ene 2014
Normas contables y modelos financieros de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de las infraestructuras de mercados	26.12.2013	Abr 2014

Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
4 Legislación financiera de la Unión Europea		
Cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras	22.1.2013	Abr 2013
Fondos de capital riesgo europeos	30.4.2013	Jul-Ago 2013
Reglamento comunitario sobre los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles	30.4.2013	Jul-Ago 2013
Modificación del reglamento de las agencias de calificación crediticia	21.5.2013	Jul-Ago 2013
Directiva comunitaria que modifica los requisitos prudenciales de la gestión de riesgos de determinadas entidades financieras	21.5.2013	Jul-Ago 2013
Normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central	28.5.2013	Oct 2013
Nueva normativa comunitaria relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de las empresas de inversión	26.6.2013	Jul-Ago 2013
Normas técnicas aplicables a los fondos propios de las entidades financieras	20.12.2013 7.1.2014	Abr 2014
Contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial	4.2.2014	Abr 2014
5 Normas fiscales y otras materias		
Medidas de apoyo al emprendedor y su internacionalización, de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo	22.2.2013	Jul-Ago 2013
	26.7.2013	Oct 2013
	27.9.2013	
Medidas para reforzar la protección de los deudores hipotecarios, reestructuración de la deuda y alquiler social	14.5.2013 26.6.2013	Jul-Ago 2013
Nuevas medidas financieras y tributarias	29.10.2013	Ene 2014
Transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno	9.12.2013	Ene 2014
Unidad de mercado	9.12.2013	Ene 2014
Presupuestos Generales del Estado para el año 2014	23.12.2013	Ene 2014
Control de la deuda comercial en el sector público	20.12.2013	Abr 2014
Medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial	7.3.2014	Abr 2014
Defensa de los consumidores y usuarios: modificación de la normativa	27.3.2014	Abr 2014

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	30
Cuadro 2.1	Ahorro para casos de emergencia	48
Cuadro 2.2	Préstamos solicitados y denegados o concedidos por importe inferior en los últimos dos años	49
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	66
Cuadro 3.2	Zona del euro: principales indicadores macroeconómicos	80
Cuadro 4.1	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	95
Cuadro 4.2	Principales operaciones no financieras de las AAPP y planes de medio plazo	104
Cuadro 5.1	Entidades bajo supervisión del Banco de España	131

ÍNDICE DE GRÁFICOS

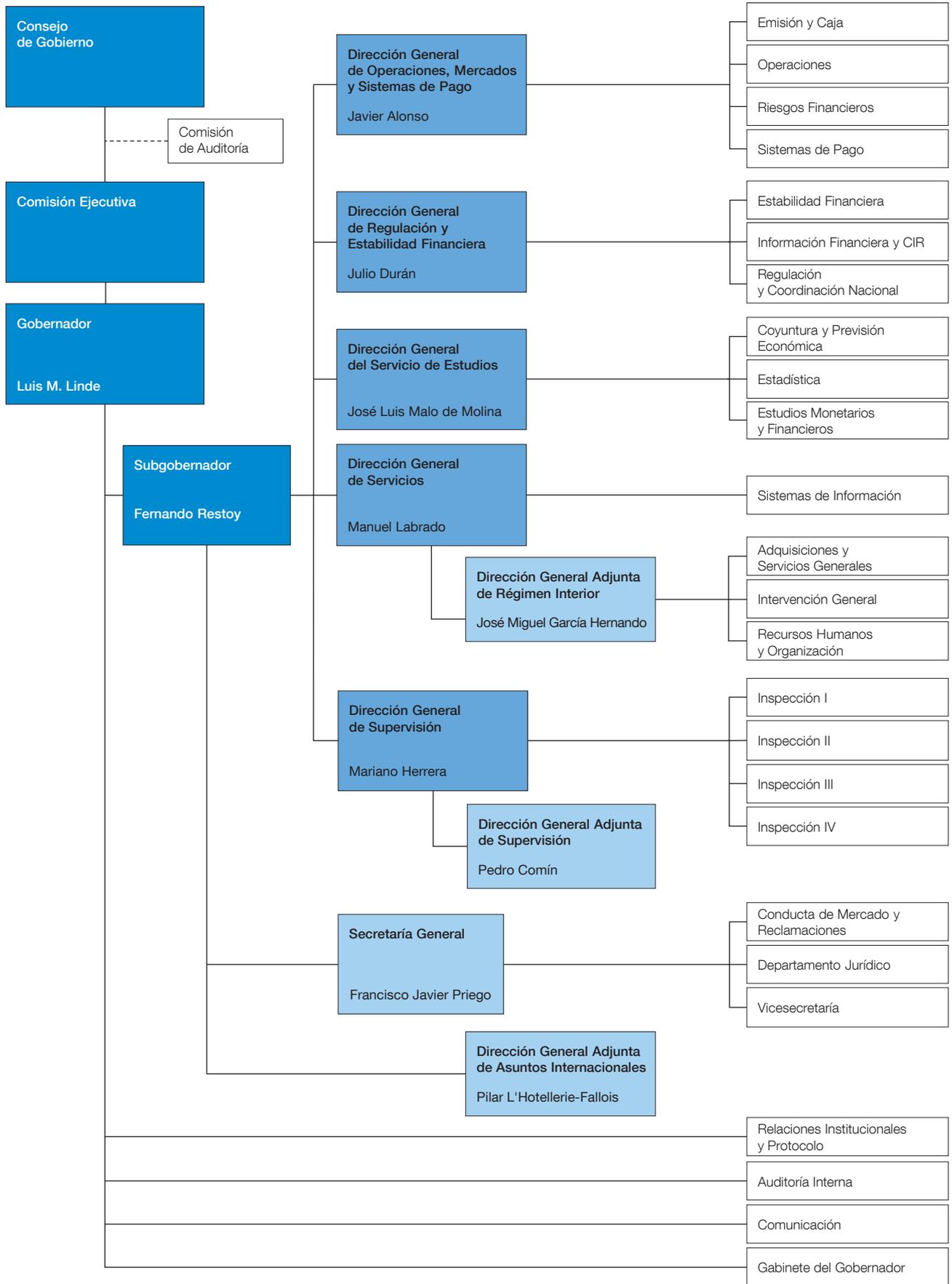
Gráfico 1.1	Evolución del PIB y de la inflación	14
Gráfico 1.2	Condiciones financieras en la zona del euro	19
Gráfico 1.3	España: PIB y empleo	20
Gráfico 1.4	Evolución del PIB y de la demanda nacional. Aportaciones al crecimiento	20
Gráfico 1.5	Empleo y paro	22
Gráfico 1.6	Evolución del déficit y de la deuda de las AAPP	23
Gráfico 1.7	Costes laborales e inflación	24
Gráfico 1.8	Capacidad o necesidad de financiación de la economía y Posición de Inversión Internacional	25
Gráfico 1.9	Cuenta financiera de la Balanza de pagos	29
Gráfico 2.1	Ratios de endeudamiento y Posición de Inversión Internacional	42
Gráfico 2.2	Endeudamiento de los hogares	44
Gráfico 2.3	Hogares con presión financiera elevada	46
Gráfico 2.4	El endeudamiento de las sociedades no financieras	50
Gráfico 2.5	Contribución a la variación de la ratio de endeudamiento entre el segundo trimestre de 2010 y finales de 2013	54
Gráfico 2.6	Evolución del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas y de sus determinantes	56
Gráfico 2.7	El endeudamiento de la nación	58
Gráfico 3.1	La economía mundial en 2013. Principales rasgos	67
Gráfico 3.2	Mercados financieros	69
Gráfico 3.3	Ajuste interno y política fiscal en las economías avanzadas	72
Gráfico 3.4	Política monetaria	77
Gráfico 3.5	Zona del euro: condiciones financieras	81
Gráfico 3.6	Zona del euro: crecimiento, mercado de trabajo y precios	82
Gráfico 3.7	Zona del euro: política fiscal	86
Gráfico 3.8	Zona del euro: política monetaria	90
Gráfico 4.1	Evolución del precio de los activos financieros y de la vivienda	94
Gráfico 4.2	Entidades de crédito. Balance y cuenta de resultados consolidados	96
Gráfico 4.3	Financiación a hogares y sociedades no financieras	97
Gráfico 4.4	Posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras	102
Gráfico 4.5	Brecha de producción y variación del saldo estructural primario	103
Gráfico 4.6	Principales agregados macroeconómicos	110
Gráfico 4.7	Consumo final de los hogares	110
Gráfico 4.8	Inversión en vivienda e inversión productiva privada	111
Gráfico 4.9	Demanda exterior, competitividad y cuotas de exportación	113
Gráfico 4.10	VAB y empleo, por ramas de actividad	115
Gráfico 4.11	Empleo y salarios	116
Gráfico 4.12	Determinantes de la evolución de la inflación	119
Gráfico 4.13	Capacidad o necesidad de financiación	120

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1.1	La moderación reciente de la inflación: perspectivas y riesgos	16
Recuadro 1.2	El papel de las reformas estructurales en un entorno de elevado endeudamiento	33
Recuadro 1.3	Un análisis del componente estructural del desempleo	37
Recuadro 2.1	Implicaciones del endeudamiento sobre la evolución del empleo y la inversión de las empresas no financieras	52
Recuadro 2.2	La reestructuración de deudas empresariales y los concursos de acreedores	61
Recuadro 3.1	Indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (<i>forward guidance</i>)	73
Recuadro 3.2	La evolución de los préstamos bancarios al sector privado en la zona del euro	83
Recuadro 4.1	Un análisis desagregado de la evolución reciente del crédito bancario a las sociedades no financieras	99
Recuadro 4.2	La economía española en un entorno de deuda pública elevada: consecuencias e implicaciones de política económica	106

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Carmen Alonso Maximino Carpio Rafael Castejón Ángel Luis López Guillem López Vicente Salas
SECRETARIO GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Íñigo Fernández de Mesa
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Lourdes Centeno
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina Javier Alonso Manuel Labrado Julio Durán Mariano Herrera
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Mariano Serrano

COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Ángel Luis López Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Luis Malo de Molina Javier Alonso Manuel Labrado Julio Durán Mariano Herrera
SECRETARIO (<i>Con voz y sin voto</i>)	Francisco Javier Priego

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2014
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	HRK (huna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.