INFORME ANUAL 2014

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

EMBARGADO

Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EMBARGADO

Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

INFORME ANUAL 2014

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ÍNDICE GENERAL

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR 13

1 RASGOS BÁSICOS
1 Introducción 17
2 El afianzamiento de la recuperación en 2014 17
3 Las bases del crecimiento 23
3.1 El fortalecimiento de la UEM 23
3.2 El progreso en el restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos 26
4 Los retos para la consolidación de la recuperación y el papel de las políticas económicas 32
Recuadros
1.1 Implicaciones del endeudamiento de los hogares para la evolución del consumo 37
1.2 Determinantes de la evolución del saldo exterior de España en 2014 y perspectivas 39

2 LA POLÍTICA MONETARIA
1 Introducción 43
2 Las decisiones de política monetaria en las economías avanzadas en un contexto de divergencias cíclicas 44
2.1 La posición cíclica de las economías avanzadas 44
2.2 La política monetaria en las principales economías avanzadas fuera del área del euro 46
2.3 La transmisión entre países de las decisiones de política monetaria 48
3 Una nueva fase en la política monetaria del BCE 51
3.1 El deterioro del escenario macroeconómico e inflacionista 51
3.2 La actuación del BCE 54
3.3 Los retos de la política monetaria 59
Recuadros
2.1 La política monetaria cuando el tipo de interés de intervención alcanza su límite inferior efectivo 61
2.2 Efectos del endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos sobre la economía de la zona del euro 64

3 CRECIMIENTO Y REASIGNACIÓN DE RECURSOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
1 Introducción 67
2 El impacto de la crisis sobre la capacidad de crecimiento y las perspectivas de medio plazo 68
2.1 El impacto de la crisis sobre el producto potencial 69
2.2 Perspectivas de medio plazo 73
3 Cambios en la composición sectorial de la economía 74
4 Reasignación de recursos entre empresas 80
5 Barreras a la reasignación de recursos 84
5.1 Competencia sectorial 84
5.2 Tamaño empresarial 86
5.3 Funcionamiento del mercado de trabajo 87
5.4 Capital humano 90
5.5 Capital tecnológico 91
Recuadros
3.1 Regulación económica y reasignación intrasectorial: el caso del comercio minorista 93
3.2 Reasignación sectorial de los desempleados procedentes del sector de la construcción 96

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

4 LA DINÁMICA INFLACIONISTA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LA UEM

1 Introducción 99
2 La inflación en España en el contexto de la UEM 101
3 Precios, costes y márgenes 106
4 El escenario de inflación a medio plazo 110
5 Ajuste macrofinanciero en un entorno de baja inflación: condicionantes, riesgos y políticas 113
6 Conclusiones 116
Recuadros
4.1 El impacto macroeconómico de un escenario de baja inflación y el papel de las políticas económicas 118
4.2 Impacto sobre crecimiento e inflación en España de la disminución del precio del petróleo 121

5 EL CRÉDITO Y LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

1 Introducción 125
2 La evolución reciente del crédito 126
2.1 La perspectiva agregada 126
2.2 Los procesos de reasignación del crédito entre sectores y agentes 128
3 Los principales determinantes de la evolución reciente del crédito 131
4 El papel de otras fuentes de financiación 137
5 Conclusiones 139
Recuadros
5.1 Las recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito 141
5.2 El acceso al crédito de las sociedades no financieras en España 143

ANEJO: LA GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2014

1 Introducción 147
2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema y en otros organismos internacionales 147
2.1 Cooperación técnica y encuentros de alto nivel 149
3 Análisis económico e investigación 150
4 Supervisión y regulación 151
4.1 Actividad supervisora 151
4.2 Actividad sancionadora 153
4.3 Cambios normativos 154
4.4 Información financiera y prudencial 156
4.5 Central de Información de Riesgos 156
4.6 Estabilidad financiera 157
5 Funciones operativas 157
5.1 La política monetaria y la gestión de los activos del Banco de España 157
5.2 La gestión del riesgo financiero de las operaciones 158
5.3 La gestión de los sistemas de pago 159
5.4 La gestión de los billetes 159
6 La función estadística del Banco de España 160
6.1 Principales novedades durante 2014 160
7 Conducta de mercado y reclamaciones 161
8 Comunicación externa 161
8.1 Relaciones con los medios de comunicación 161
8.2 Programa de Comunicación Institucional 162
9 Organización y administración interna 164
9.1 Recursos Humanos y Organización 164
9.2 Adquisiciones y Servicios Generales 164
9.3 Sistemas de Información 165
9.4 Archivos y Gestión Documental 165

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

9.5 Intervención General 166
9.6 Auditoría Interna 166
9.7 Departamento Jurídico 167

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA. EJERCICIO 2014

1 Introducción 169
2 Balance y Cuenta de Resultados 170
3 Memoria explicativa 173
3.1 Normativa contable 173
3.2 Notas explicativas al balance 181
3.3 Notas explicativas a la cuenta de resultados 202
3.4 Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización 212
3.5 Gestión de riesgos 213
4 Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994 217
4.1 Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito 217
4.2 Lucro cesante 217
4.3 Otras operaciones 217

ANEJO LEGISLATIVO

1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2014 hasta marzo de 2015 225
2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación 262

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

Organigrama general del Banco de España 267
Consejo de Gobierno 268
Comisión Ejecutiva 269

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1 Principales indicadores de la economía española 20

Cuadro 3.1 Descomposición de la evolución de la ratio entre capital y empleo y de la PTF en España 79
Cuadro 3.2 Demografía empresarial y productividad 83
Cuadro 3.3 Correlaciones entre los flujos de entrada y salida de empresas y reasignación intrasectorial 85
Cuadro 3.4 Probabilidad de transición en términos relativos de individuos con estudios universitarios respecto a aquellos con estudios primarios 91

Cuadro 4.1 Estimación de la curva de Phillips 105
Cuadro 4.2 Aportaciones al diferencial de crecimiento del deflactor del valor añadido entre España y la UEM 109

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1 Evolución del PIB y de la inflación en España y en la UEM 18
Gráfico 1.2 España: evolución del PIB y de la demanda nacional. Aportaciones al crecimiento 21
Gráfico 1.3 Evolución del consumo privado y de la inversión en equipo 21
Gráfico 1.4 Condiciones de financiación de la economía española 25
Gráfico 1.5 PIB y empleo 26
Gráfico 1.6 Costes laborales e inflación 28
Gráfico 1.7 Evolución de la inversión y del precio de la vivienda 29
Gráfico 1.8 Evolución del déficit y de la deuda de las Administraciones Públicas 30
Gráfico 1.9 Evolución de la tasa de paro y de la Posición de Inversión Internacional neta con el resto del mundo 32

Gráfico 2.1 Posición cíclica en las economías avanzadas 45
Gráfico 2.2 Política monetaria 47
Gráfico 2.3 Tipos de cambio y tipos de interés 50
Gráfico 2.4 Zona del euro: actividad económica y precios 52
Gráfico 2.5 Riesgos sobre la estabilidad de precios a medio plazo 53
Gráfico 2.6 Política monetaria del Banco Central Europeo 56
Gráfico 2.7 Condiciones financieras en la zona del euro 57

Gráfico 3.1 Impacto de la crisis sobre el PIB potencial y perspectivas de medio plazo 68
Gráfico 3.2 Determinantes del crecimiento potencial 70
Gráfico 3.3 Estimaciones del crecimiento potencial de la Comisión Europea 71
Gráfico 3.4 Cambios en la composición sectorial de la economía española 75
Gráfico 3.5 Cambio en la estructura por sectores de VAB y empleo relativo de España y de la UE-4 78
Gráfico 3.6 Evolución de la eficiencia en la asignación de recursos entre empresas de un mismo sector en España 81
Gráfico 3.7 Tasa de entrada y salida de empresas 82
Gráfico 3.8 Condicionantes del tamaño empresarial. Efectos de la regulación fiscal y laboral 87
Gráfico 3.9 Barreras a la reasignación de recursos: funcionamiento del mercado de trabajo y capital humano 88

Gráfico 4.1 Evolución de la inflación 102
Gráfico 4.2 Contribuciones a la evolución de la inflación 102
Gráfico 4.3 IPC: proporción de subclases con tasas interanuales por intervalos 103
Gráfico 4.4 Relación entre inflación y ciclo económico 104
Gráfico 4.5 Distribución del coeficiente de sensibilidad cíclica 106
Gráfico 4.6 Evolución de los costes laborales unitarios y sus componentes 107
Gráfico 4.7 Índices de competitividad frente a la zona del euro 108
Gráfico 4.8 Deflactor del PIB y sus componentes 108
Gráfico 4.9 Relación entre excedente y deuda 110
Gráfico 4.10 Evolución de las previsiones de inflación del IPC para España 111
Gráfico 4.11 Expectativas de inflación en España y en la UEM 111
Gráfico 4.12 Expectativas de inflación en España y en la UEM 112

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Gráfico 5.1 Evolución agregada del crédito a hogares y sociedades no financieras 127
Gráfico 5.2 Reasignación del crédito entre sectores y empresas 129
Gráfico 5.3 Reasignación del crédito dentro del sector de hogares 131
Gráfico 5.4 Ratios de endeudamiento 132
Gráfico 5.5 Entidades de crédito. Indicadores de posición financiera. Datos consolidados 133
Gráfico 5.6 Tipos de interés del crédito 134
Gráfico 5.7 Indicadores macroeconómicos 135
Gráfico 5.8 Indicadores de oferta y demanda de crédito 136
Gráfico 5.9 Financiación de las sociedades no financieras 138

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

PRESENTACIÓN DEL GOBERNADOR

Luis M. Linde

Por primera vez desde el comienzo de la crisis, en 2014 el PIB y el empleo crecieron de manera significativa en nuestro país, superando los registros del conjunto de la Unión Económica y Monetaria. El dinamismo se ha consolidado durante los primeros meses de 2105 y las previsiones, tanto del Banco de España como de diferentes analistas privados e institucionales, apuntan a su prolongación a corto y medio plazo. Este escenario refleja el afianzamiento de una recuperación sostenida que permite dejar atrás la recesión más severa de la reciente historia económica de España.

El análisis de los factores que explican la recuperación de la economía española y de los retos que plantea su afianzamiento constituye el núcleo de este *Informe Anual.*

El crecimiento de la actividad y del empleo en 2014 y en los meses transcurridos de 2015 se asienta, sobre todo, en los avances conseguidos en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en la economía española durante su última fase de expansión, en un contexto de mejoría de algunos de sus condicionantes externos.

El creciente dinamismo del PIB en España contrasta con la pérdida de vigor que en 2014 experimentó la economía mundial, y muy en particular el área del euro. En esta ocasión, además, el debilitamiento de la actividad en la UEM no afectó solo a las economías más vulnerables, sino que se observó también en otras, como Alemania o Francia.

Los descensos del precio del crudo, sin embargo, contribuyeron a incrementar la capacidad de compra de las familias españolas y a abaratar los costes de producción de las empresas, cuyas exportaciones fuera de la UEM se beneficiaron también de la depreciación del euro. Pero los impulsos externos más significativos procedieron del tono crecientemente expansivo de la política monetaria del Eurosistema y del hito que supuso la puesta en marcha de la unión bancaria. En el marco de la normalización de los mercados financieros del área, sus efectos se dejaron sentir con mayor intensidad en las economías que, como la española, se habían visto afectadas con mayor severidad por la segmentación provocada por la crisis del euro. En el primero de los capítulos temáticos incluidos en este *Informe Anual* se analizan con detalle el comportamiento de la política monetaria única y su divergencia con respecto a la instrumentada por la Reserva Federal de Estados Unidos y por el Banco de Inglaterra.

La recuperación se asienta, sobre todo, en el soporte que suministran los avances en los procesos de reequilibrio macroeconómico y las reformas implementadas, que han situado a la economía española en una posición más saneada y competitiva, facilitando no solo el dinamismo de la actividad, sino también una traslación más intensa de esta a la creación de empleo.

El dinamismo del empleo fue uno de los rasgos más destacados del pasado año, reflejo, entre otras cosas, de los efectos de las reformas introducidas desde 2012. En un contexto de disminución de la población activa, se ha producido una significativa reducción del número de desempleados y de la tasa de paro, aunque esta última continúa en niveles inaceptablemente elevados.

En 2014 prosiguió también el ajuste competitivo de la economía española, basado en el proceso de devaluación interna. Pese al menor ritmo de avance de la productividad, los

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

costes laborales prolongaron una pauta de moderación que, en los últimos años, está siendo algo superior a la que se derivaría del comportamiento de sus principales factores determinantes. Ello podría atribuirse a los cambios normativos, que han facilitado una más adecuada respuesta de los salarios a la situación cíclica. La mejora de la competitividad se ha extendido a una amplia gama de índices de precios. Por su relevancia, la dinámica de la formación de precios y costes en España y los retos que plantea un contexto de baja inflación son el objeto de atención de otro de los capítulos de este *Informe Anual*.

Por tercer año consecutivo, la economía española generó una capacidad de financiación frente al exterior. No obstante, su magnitud fue inferior a la del ejercicio precedente. La reducción de la abultada Posición de Inversión Internacional (PII) deudora está siendo, en todo caso, muy gradual.

El ajuste del sector de construcción de viviendas parece haber culminado en 2014, tras una reducción drástica de su aportación al PIB y una severa corrección de precios. Su trayectoria de recuperación está rodeada de alguna incertidumbre, dados el elevado volumen de viviendas sin vender, su distribución geográfica y las dudas respecto a la incidencia de la evolución demográfica sobre la demanda potencial de vivienda.

En el ámbito de las cuentas públicas, el déficit de las AAPP alcanzó por tercer año consecutivo el objetivo establecido. La ratio de deuda pública sobre PIB evolucionó también en línea con el objetivo oficial, aunque registró un nuevo aumento, lo que constituye una llamada de atención sobre la importancia de alcanzar pronto, como está previsto, una estabilización que dé paso a su progresiva disminución.

Las familias y las empresas españolas, por el contrario, redujeron sustancialmente sus ratios de endeudamiento. Aunque el proceso sigue descansando sobre el descenso del crédito bancario, el pasado año lo hizo con menor intensidad, al tiempo que, desde una perspectiva más desagregada, se percibieron signos que apuntan a una reasignación de los flujos de nuevo crédito a favor de las empresas en mejor posición para invertir y contratar. Un capítulo del *Informe Anual* está dedicado a analizar esta trayectoria de progresiva normalización y sus implicaciones para la recuperación económica.

Para concluir el repaso de los procesos internos de ajuste, he de señalar también que la efectividad del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización de nuestro sistema bancario recibió un importante espaldarazo con la publicación por el BCE, en octubre de 2014, de los resultados del ejercicio de evaluación global de las entidades de crédito significativas, que se llevó a cabo como parte del proceso de preparación para la entrada en vigor del Mecanismo Único de Supervisión.

Aunque todos estos avances han sido sustantivos, el proceso de ajuste y de reequilibrio de la economía española no ha finalizado. Las políticas económicas se siguen enfrentando a retos importantes para superar las consecuencias de la crisis y lograr un crecimiento económico sostenido.

En el terreno de las políticas estrictamente nacionales —y, en particular, en el de la política fiscal—, sigue siendo necesario el esfuerzo de corresponsabilidad en el cumplimiento de los objetivos por parte de los distintos niveles de gobierno (Administración Central, CCAA y CCLL). La Ley de Estabilidad Presupuestaria proporciona las herramientas para ello y la recientemente creada Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal puede contribuir a hacerlas efectivas. Asimismo, y frente a eventualidades que hiciesen necesario re-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

forzar el plan de consolidación fiscal, parece razonable revisar las distintas partidas de gasto público e identificar las que tienen mayor impacto sobre el crecimiento. Por el lado de los ingresos, el peso relativo de la imposición indirecta y la racionalización de la amplia gama de deducciones, bonificaciones y reducciones que erosionan la capacidad recaudatoria de los impuestos deberían ser objeto de atención prioritaria, como proponen expertos y organismos internacionales.

En el ámbito de las pensiones, la reforma que se adoptó en 2013 contribuirá a hacer sostenible el crecimiento del gasto público asociado al envejecimiento de la población. En todo caso, para evitar incertidumbres y expectativas infundadas, el nuevo sistema se ha de instrumentar de forma transparente, conforme a lo establecido en la Ley. Y es necesario y urgente fomentar mecanismos de seguro y ahorro que ayuden a complementar el sistema público de reparto.

En el mercado de trabajo, los retos siguen siendo reducir el desempleo y aumentar la productividad. Para ello es fundamental mantener el impulso reformista. Entre las posibles líneas de avance, pueden mencionarse la mejora de las políticas activas de empleo, el aumento del protagonismo de las negociaciones a escala de empresas en el marco de los convenios colectivos y, en el terreno de los contratos laborales, el incremento de los incentivos al empleo estable, reduciendo la brecha que separa las condiciones de terminación de las distintas modalidades de contratación y fomentando una mayor continuidad entre ellas.

Es importante también mantener y reforzar las políticas estructurales orientadas a reducir los obstáculos que impiden que los recursos productivos puedan canalizarse hacia aquellas empresas y sectores que muestran un mayor potencial de crecimiento. Por sus importantes implicaciones tanto a corto como, sobre todo, a largo plazo, el *Informe Anual* dedica un capítulo a analizar este tema. Las principales barreras que allí se identifican tienen que ver con problemas regulatorios, un tamaño medio empresarial demasiado reducido, la limitada movilidad geográfica y sectorial del empleo, un cierto desajuste educativo entre oferta y demanda de trabajo y una capacidad de innovación reducida. El grado de ambición y el esfuerzo que se dedique a superar estas limitaciones determinarán la velocidad y la consistencia del proceso de convergencia de la economía española hacia los estándares de bienestar de los principales países de nuestro entorno.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 Introducción

La economía española experimentó en 2014 tasas de crecimiento significativas del producto y del empleo, que llegaron a superar las de la UEM y confirmaron el afianzamiento de la recuperación iniciada el año anterior, tras varios años de prolongada recesión. La recuperación se asentó en una notable mejoría en algunos condicionantes externos y en un avance relevante en el restablecimiento de sus equilibrios macroeconómicos. En la segunda mitad del año se vio favorecida también por el impulso expansivo adicional del descenso del precio del petróleo y por la depreciación del tipo de cambio del euro. No obstante, la profundidad de la crisis sufrida en los años previos, que hizo emerger algunas fragilidades estructurales de la economía española, ha dejado un pesado legado en términos de endeudamiento y desempleo, cuya completa reabsorción requerirá tiempo y esfuerzos adicionales de las políticas económicas para completar los ajustes emprendidos y fortalecer las bases de la recuperación.

En este capítulo se analizan los factores que sustentan dicha recuperación y se abordan los retos que las políticas económicas deben afrontar para consolidar una nueva senda de crecimiento sostenido. En los restantes capítulos de este Informe se profundiza en el análisis de algunos temas especialmente relevantes para el futuro crecimiento de la economía española, como el papel de las medidas expansivas de política monetaria, la importancia de la reasignación de recursos hacia las empresas y sectores más eficientes para la sostenibilidad del crecimiento, la dinámica en la formación de precios y costes en un contexto de baja inflación y la contribución de la reactivación del crédito de manera compatible con la necesaria continuación del desendeudamiento de la economía.

2 El afianzamiento de la recuperación en 2014

El afianzamiento de la recuperación de la economía española en 2014 contrastó con la pérdida de impulso que registró el conjunto de la economía mundial

La economía española marcó en 2014 una trayectoria de afianzamiento de la recuperación. Por primera vez desde el inicio de la crisis, el PIB creció de manera significativa en el conjunto del año (1,4 %) y concluyó el ejercicio con un ritmo de avance interanual del 2 % (véase gráfico 1.1).

Este progresivo dinamismo de la actividad en nuestro país contrastó, sin embargo, con una pérdida de impulso en el proceso de recuperación de la economía mundial. Contrariamente a lo anticipado por la mayoría de los analistas a comienzos del ejercicio, 2014 se cerró con la misma tasa anual de avance del PIB que 2013 (un 3,3 %). Con el paso de los meses, las previsiones de crecimiento mundial se fueron revisando a la baja y, en el momento de redactar este Informe, apuntan a tasas de expansión en 2015 solo ligeramente superiores a las de estos dos últimos años. Dicha trayectoria refleja que los impulsos positivos inducidos por la caída de los precios de la energía y la relajación de las condiciones financieras se están viendo compensados, en buena parte, por otros de signo contrario, vinculados probablemente a la debilidad del potencial de crecimiento a medio plazo en amplias áreas de la economía mundial y sus efectos contractivos sobre la inversión.

Desde una perspectiva más desagregada, la brecha entre el crecimiento del PIB en las economías emergentes y en las avanzadas se redujo en casi 1 punto porcentual (pp) como consecuencia, en buena medida, del efecto diferencial sobre ambos grupos de países del descenso de los precios de las materias primas. La heterogeneidad de comportamientos dentro de cada uno de estos bloques, no obstante, siguió siendo notable.

La pérdida de dinamismo fue particularmente importante

Por su relevancia para la economía española, resultó particularmente importante la pérdida de dinamismo experimentada por el área del euro en la parte central del ejercicio, que frustró

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EVOLUCIÓN DEL PIB Y DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA Y EN LA UEM (a) GRÁFICO 1.1

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

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

en el área del euro durante la parte central del año, lo que, en conjunción con la persistencia de tasas de inflación demasiado bajas, determinó una profundización adicional del tono expansivo de la política monetaria del BCE

las expectativas generadas a comienzos de este. El PIB del conjunto del área avanzó solo una décima en el segundo trimestre del año, y apenas dos en el tercero. A diferencia de otros años, el debilitamiento afectó en esta ocasión no solo a las economías más vulnerables de la UEM, sino también a otras, como Alemania o Francia. En el ámbito de los precios, la tasa de inflación mantuvo una trayectoria descendente, hasta alcanzar registros que terminarían tornándose negativos al final del ejercicio y durante los primeros meses del año en curso.

La conjunción de estas tasas de inflación muy alejadas del objetivo de medio plazo del 2 % y de una marcada debilidad de la demanda conformó un escenario de riesgo para el anclaje de las expectativas de precios que obligó al BCE a dar nuevos pasos en la dirección de profundizar el tono expansivo de su política monetaria. Este movimiento marcó una clara divergencia con el rumbo adoptado por otros bancos centrales, como la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra. Como se desarrolla con detalle en el capítulo 2 de este *Informe Anual,* el BCE recortó adicionalmente sus tipos oficiales de intervención, se embarcó en nuevas medidas para potenciar un mayor crecimiento del crédito al sector privado y, finalmente, activó un programa ampliado de compras de activos públicos y privados, que se puso en marcha en marzo de este año y que se extenderá hasta, al menos, septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que la inflación retome de manera sostenida una senda compatible con el objetivo de estabilidad de precios.

Unidos al abaratamiento de los costes energéticos, a la depreciación del tipo de cambio del euro y al tono más neutral de las políticas fiscales en el área, los nuevos impulsos de la política monetaria y la mejoría en sus mecanismos de transmisión han llevado a buena parte de los analistas a revisar al alza sus perspectivas de crecimiento del área para este año y el siguiente, consolidando así los síntomas positivos registrados en el tramo final de 2014, que permitieron que la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB alcanzara el 0,3 % en el último trimestre.

En España, el PIB se aceleró a lo largo del año, a medida que la recuperación de la demanda interna se fortalecía y que la creación de empleo se intensificaba

En España, el PIB mostró un perfil de acusada aceleración a lo largo del ejercicio. El dinamismo de los componentes de la demanda privada (que aportaron 2,2 pp al crecimiento del PIB) confirmó la capacidad del gasto interno de la economía para sostener el afianzamiento de la recuperación, frente al debilitamiento de la demanda exterior neta, que tuvo una aportación negativa al crecimiento. A lo largo del 2014 cobró notable intensidad el proceso de creación de empleo, lo que se reflejó en un crecimiento del número de ocupa-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

dos del 1,2 % en el promedio anual —la primera tasa positiva desde 2008— y una tasa interanual del 2,4 % al cierre del año. En conjunto, en 2014 tanto la demanda interna como el empleo se comportaron de forma más expansiva de lo previsto, y el reequilibrio entre la demanda interna y la externa se produjo también antes de lo anticipado (véanse cuadro 1.1 y gráfico 1.2).

El cambio en el signo de las contribuciones del gasto interno y de la demanda externa al avance del PIB supuso un drástico giro en las pautas que habían prevalecido entre 2008 y 2013, con descensos continuados de la demanda nacional (por un importe acumulado de 16 pp) y contribuciones sistemáticamente positivas del sector exterior (hasta una cuantía total de 9 pp), que había actuado como un soporte muy relevante para la contención de las tendencias contractivas y para el inicio de la recuperación.

La mejoría de las condiciones de financiación y del empleo fueron factores determinantes de la intensidad de la recuperación, a los que en la segunda mitad de año se unió el impulso expansivo adicional del descenso del precio del petróleo

Entre los factores que impulsaron el crecimiento, cabe mencionar la reducción en el grado de fragmentación financiera en el área del euro y la progresiva normalización de las condiciones financieras en España. La favorable evolución del mercado laboral desempeñó también un papel destacado en la reactivación de la demanda, pues contribuyó al sostenimiento de la renta disponible de las familias y a la mejora de la confianza. El pronunciado descenso del precio del crudo a partir de junio comportó un impulso expansivo adicional, pues incrementó la capacidad de compra de las familias y abarató los costes de producción de las empresas. Por último, la depreciación del tipo de cambio del euro ejerció un efecto dinamizador sobre las ventas de España fuera de la UEM, que se sumó al impacto indirecto sobre las exportaciones de la propia reactivación del área del euro en la parte final del ejercicio. Todos estos factores han seguido apoyando el gasto interno y la actividad en la parte transcurrida de 2015.

El avance de la demanda interna se apoyó en la recuperación del consumo de los hogares y de la inversión empresarial

Entre los componentes de la demanda interna, cabe subrayar la recuperación del consumo de los hogares, que creció cerca del 2,5 % en el promedio de 2014, frente al descenso del 2,3 % el año precedente. El gasto de las familias se vio favorecido por una mejoría de sus determinantes principales. La renta disponible real aumentó moderadamente, como resultado, sobre todo, del aumento de las rentas laborales, impulsadas por el dinamismo del empleo y, en el tramo final del año, por la mejora del poder adquisitivo inducida por el descenso del precio del petróleo. Por su parte, la riqueza financiera se fue revalorizando gradualmente y el patrimonio inmobiliario, por primera vez en seis años, dejó de perder valor conforme avanzaba el ejercicio. Como viene ocurriendo en los últimos años, el consumo avanzó a mayor ritmo que la renta disponible, con lo que la tasa de ahorro prolongó su trayectoria descendente, hasta situarse en el 9,8 %, por debajo de su media de los últimos quince años, que se cifró en el 10,6 %.

Para comprender adecuadamente el elevado dinamismo del gasto de los hogares en 2014 es necesario tener en cuenta, entre otros factores, el bajo nivel del consumo al inicio de la recuperación (véase gráfico 1.3), que en términos per cápita se situaba en niveles equivalentes a los de 2001. Esto hace pensar en la existencia de demanda embalsada de determinados bienes y servicios (en particular, los duraderos y aquellos que no cubren las necesidades más básicas), y que solo ante la mejoría en las perspectivas laborales y la reducción de incertidumbre se habría empezado a satisfacer. Por otra parte, el comportamiento agregado del consumo es el resultado de pautas relativamente diferenciadas en función del nivel de renta, situación en el mercado laboral o nivel de endeudamiento de los hogares. La creación de empleo ha impulsado especialmente el consumo de un segmento de hogares que han mejorado su situación en el mercado laboral (tras salir del desempleo) y que se caracterizan por tener una elevada propensión a consumir. Este último aspecto

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

CUADRO 1.1

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Demanda y producto (b)						
Producto interior bruto	-3,6	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4
Consumo privado	-3,6	0,3	-2,0	-2,9	-2,3	2,4
Consumo público	4,1	1,5	-0,3	-3,7	-2,9	0,1
Formación bruta de capital	-17,2	-3,8	-6,4	-8,3	-3,7	4,2
Inversión en equipo	-23,5	5,1	0,8	-9,0	5,6	12,2
Inversión en construcción	-16,5	-10,1	-10,6	-9,3	-9,2	-1,5
Vivienda	-20,6	-11,6	-12,8	-9,0	-7,6	-1,8
Otras construcciones	-11,8	-8,5	-8,6	-9,6	-10,5	-1,3
Exportación de bienes y servicios	-11,0	9,4	7,4	1,2	4,3	4,2
Importación de bienes y servicios	-18,3	6,9	-0,8	-6,3	-0,5	7,6
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	-6,4	-0,5	-2,7	-4,3	-2,7	2,2
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	2,8	0,5	2,1	2,2	1,4	-0,8
Empleo, salarios, costes y precios (c)						
Empleo total	-6,1	-2,7	-2,5	-4,4	-3,3	1,2
Tasa de ocupación (d)	60,8	59,7	58,8	56,5	55,6	56,8
Tasa de paro	17,9	19,9	21,4	24,8	26,1	24,4
Remuneración por asalariado	4,4	1,1	0,9	-0,6	1,7	-0,2
Productividad aparente del trabajo	2,7	2,7	2,0	2,4	2,1	0,2
Costes laborales unitarios	1,6	-1,6	-1,1	-3,0	-0,4	-0,4
Deflactor del PIB	0,3	0,2	0,1	0,2	0,7	-0,5
Índice de precios de consumo (dic-dic)	0,8	3,0	2,4	2,9	0,3	-1,0
Índice de precios de consumo (media anual)	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	-0,5	0,4	0,3	-0,1	0,2	-0,6
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación y saldo financiero (e)						
Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación nacional de los sectores residentes	-4,0	-3,4	-2,9	0,1	2,1	1,0
Administraciones Públicas	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	-11,0	-9,3	-8,9	-6,6	-6,3	-5,7
Hogares e ISFLSH	4,2	1,8	3,0	2,3	3,6	3,2
Empresas	2,7	4,2	3,6	8,1	5,3	3,7
Instituciones financieras	1,8	1,0	2,0	6,7	2,1	2,6
Sociedades no financieras	0,9	3,1	1,6	1,4	3,2	1,1
Posición de inversión neta internacional	—	—	—	-90,0	-93,8	-93,5
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	52,7	60,1	69,2	84,4	92,1	97,7
Indicadores monetarios y financieros (f)						
Tipo de intervención semanal del BCE	1,2	1,0	1,3	0,9	0,5	0,2
Tipo de la deuda pública a diez años	4,0	4,2	5,4	5,8	4,6	2,7
Tipo sintético del crédito bancario	3,8	3,3	4,1	4,1	4,1	3,9
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.042,4	1.076,5	971,8	767,5	879,8	1.066,6
Tipo de cambio dólar/euro	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	103,5	101,9	101,8	100,4	101,7	101,7
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	119,2	116,1	113,8	106,7	106,2	104,4
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	111,8	110,4	108,4	103,1	99,9	99,9
Financiación total de las familias	-0,3	0,2	-2,4	-3,8	-5,1	-3,7
Financiación total de las empresas no financieras	-1,4	0,7	-2,0	-6,4	-6,6	-4,4

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 2010.
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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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

GRÁFICO 1.2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO Y DE LA INVERSIÓN EN EQUIPO

GRÁFICO 1.3

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

parece también relevante a la hora de entender la elevada respuesta del consumo de los hogares más endeudados ante incrementos en su renta disponible, como ilustra la evidencia analizada en el recuadro 1.1.

La inversión empresarial prolongó en 2014 la trayectoria de recuperación que había iniciado en 2013, lo que se tradujo en un crecimiento medio anual del 12 % y una aportación positiva de este componente al crecimiento del producto por segundo año consecutivo. Las mejores perspectivas económicas alentaron los planes de gasto de las empresas, en un contexto financiero en el que la generación de fondos propios durante la crisis habría proporcionado un colchón para sortear las posibles restricciones financieras existentes y en el que la pujanza del consumo interno se habría sumado a la que en las etapas iniciales de la recuperación habían mostrado las exportaciones, reduciendo la posible holgura en la utilización de la capacidad productiva. En términos comparativos, la recuperación de la inversión empresarial en España está siendo más intensa que la de otros países europeos.

La demanda exterior neta tuvo una aportación negativa a la producción, debido

Los flujos comerciales con el exterior mostraron cambios de entidad en 2014, provocados por la pérdida de vigor de los mercados de exportación, más acusada en los meses centrales del año, y por la aceleración de las importaciones, conforme se afianzaba la recuperación de

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

al dinamismo de las importaciones de bienes y servicios. Las exportaciones incrementaron su cuota de mercado un año más

la demanda interna. Como resultado, la demanda exterior neta detrajo 0,8 pp al producto y se frenó la mejoría de la capacidad de financiación de la nación, que se cifró en el 1 % del PIB (2,1 % del PIB en 2013).

Las exportaciones de bienes se incrementaron un 4,5 % en 2014 (5,7 % en 2013), en un contexto en el que nuestros mercados de exportación crecieron en torno a un 2,5 %, con lo que aumentaron las cuotas de exportación de España, aunque en menor magnitud que en años anteriores. La mejora de los costes relativos y la depreciación del euro tuvieron un efecto positivo sobre la competitividad precio de las exportaciones y se dejaron sentir en el mayor dinamismo de las ventas al exterior en la parte final del año. El turismo alcanzó, un año más, un récord histórico.

El crecimiento de las importaciones de bienes fue muy elevado en 2014 (con un avance del 7,8 %, frente a un 0,4 % el año precedente). La recuperación de los componentes de la demanda interna con mayor contenido importador (consumo e inversión) y la propia estructura de las exportaciones de España, con un peso creciente de actividades integradas en las cadenas de producción global, alentaron el notable avance de las compras de bienes al resto del mundo. A pesar del posible componente transitorio vinculado a la demanda embalsada tras la larga recesión, el vigor de las importaciones en 2014 es indicativo de la elevada dependencia de la economía española de bienes importados, principalmente de los de mayor valor añadido.

La tasa de inflación mostró una trayectoria marcadamente descendente. La contención de precios se extendió a todos los componentes del IPC, en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas internas

La tasa de variación de los precios de consumo prolongó la senda descendente que había iniciado en la segunda mitad de 2013 (una vez absorbidos los efectos del aumento del IVA y otras medidas adoptadas en 2012, como el incremento de precios administrados o de tasas). Esta evolución estuvo condicionada en buena medida por la trayectoria de los componentes más volátiles, que en distintos momentos sufrieron importantes oscilaciones interanuales y que fueron especialmente acusadas en el caso del precio de los combustibles. No obstante, en una situación caracterizada por la ausencia de presiones inflacionistas de origen interno, la contención de precios se extendió a todos los componentes del IPC, como muestra la evolución de la inflación subyacente, que registró tasas nulas durante prácticamente todo el ejercicio. El cambio en la pauta de comportamiento de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados es quizá el rasgo más característico del proceso desinflacionista que vive la economía española, como se analiza en el capítulo 4 de este Informe. La desaceleración de la inflación se intensificó a partir de la segunda mitad del año, a raíz del descenso del precio del crudo, lo que situó el IPC en tasas interanuales negativas a partir del mes de julio, terreno en el que ha continuado en los meses iniciales de 2015. El IPC descendió un 0,2 % en el conjunto del año (un –1% en tasa interanual en diciembre).

Se trata del segundo episodio de inflación negativa desde que comenzara la UEM, tras el registrado en 2009, y, como entonces, el descenso del precio del petróleo ha desempeñado un papel destacado. En esta ocasión, sin embargo, ha tenido rasgos de mayor persistencia, en el marco de una tendencia hacia una inflación más baja, que afecta a la mayoría de los componentes del IPC e incide en mayor medida en las expectativas de inflación a medio plazo. El descenso de precios en España está siendo más acusado que en la UEM, con lo que el diferencial de inflación permanece en registros negativos desde septiembre de 2013, indicando una mejora de la competitividad.

Hasta el momento, la atonía de la evolución de los precios está siendo compatible con una fuerte recuperación del consumo privado. Es importante, no obstante, determinar las im-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

plicaciones macroeconómicas de un proceso de disminución persistente de la inflación. El capítulo 4 de este Informe realiza un análisis pormenorizado del proceso desinflacionista de la economía española, de sus causas y de sus implicaciones macroeconómicas.

3 Las bases del crecimiento

El afianzamiento de la recuperación en 2014 se asentó en los progresos alcanzados en el restablecimiento de los equilibrios macroeconómicos de la economía española, vinculados a la labor de consolidación fiscal y saneamiento y reforma emprendidos en los últimos años, pero también a otros factores de carácter más transitorio, como la reducción de los precios del petróleo o la depreciación del euro. Desde una perspectiva más general, también hay que subrayar el papel desempeñado por el fortalecimiento de la UEM, que propició una mejora sustancial de las condiciones de financiación de las familias, las empresas y las AAPP españolas, así como la recuperación de la confianza de los inversores en el futuro del euro y de nuestra economía.

3.1 EL FORTALECIMIENTO DE LA UEM

La creación del Mecanismo Único de Supervisión supuso un importante avance de la UEM hacia una genuina unión económica y monetaria

El pasado año, la UEM dio pasos importantes en su evolución hacia una genuina unión económica y monetaria, que se tradujeron en avances sustantivos en el proceso de reintegración de sus mercados financieros y que, por extensión, tuvieron efectos beneficiosos significativos sobre las condiciones de financiación de los sectores financiero, privado y público en nuestro país.

En noviembre entró formalmente en funcionamiento el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), con la asunción por parte del BCE, asistido por las autoridades nacionales competentes, de las funciones de supervisión microprudencial en el área. El MUS es un pilar básico de la unión bancaria, pero no el único. En 2014 y en la parte transcurrida de este ejercicio se han registrado también progresos en relación con el Mecanismo Único de Resolución (MUR), que es la institución encargada de garantizar que, cuando un banco del área entre en dificultades que hagan precisa su resolución, esta se lleve a cabo de manera eficiente e independiente de su localización geográfica. El MUR consta, a su vez, de dos piezas: la Junta Única de Resolución, que lidera un sistema integrado de autoridades nacionales de resolución, y el Fondo Único de Resolución, bajo el control de la Junta. Por último, la unión bancaria descansa también sobre la armonización legal de los Fondos de Garantía Depósitos de la UEM, que se instrumentó a través de la Directiva de los Fondos de Garantía de Depósitos acordada a finales de 2013.

Los resultados del ejercicio de evaluación global de las entidades de crédito significativas despejaron las incertidumbres que pesaban sobre parte del sector

Es importante recordar, igualmente, que, con anterioridad a la entrada en funcionamiento del MUS y como parte del proceso de creación de la unión bancaria, el BCE, asistido por las autoridades supervisoras nacionales, llevó a cabo un ejercicio de evaluación global *(Comprehensive Assessment)* de las entidades de crédito significativas, que a partir de noviembre pasarían a estar bajo su supervisión. El número de instituciones evaluadas se elevó a 130, que, conjuntamente consideradas, representaban el 82 % de los activos bancarios del área. Los resultados se hicieron públicos en octubre y contribuyeron a incrementar la confianza de los inversores en las entidades de crédito europeas y a normalizar la situación en los mercados financieros del área, favoreciendo la reversión del proceso de fragmentación causado por la crisis. Los bancos españoles pasaron la prueba con holgura, lo que contribuyó a disipar la incertidumbre y a reducir sus costes de financiación y, como resultado, los de una parte importante de nuestra economía.

Las medidas expansivas adoptadas por el BCE contribuyeron también a la reducción de los costes

Las condiciones de financiación de la economía española se beneficiaron también de las nuevas medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, tanto en 2014 como en los primeros compases de 2015. Entre otras decisiones, las nuevas bajadas de los tipos oficiales de intervención y los nuevos programas de préstamos vinculados al crédito y de compras

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

financieros en el área y en España, y a la paulatina normalización de la situación en los mercados financieros europeos

de valores contribuyeron no solo a reducir adicionalmente el nivel y la pendiente de la curva de los tipos de interés en el área, sino que facilitaron también una transmisión más homogénea de los impulsos monetarios y, consecuentemente, una reducción de la dispersión de los costes financieros entre los distintos Estados miembros. Como se explica con detalle en el capítulo 2 de este *Informe Anual,* dicho proceso recibió un empuje particularmente significativo a comienzos del año en curso, cuando el Consejo de Gobierno del BCE anunció que pondría en marcha a partir de marzo un programa ampliado de compra de valores privados y públicos.

Todos estos desarrollos afectaron en mayor medida a las condiciones de financiación en las economías que, como la española, habían sufrido con mayor intensidad los efectos negativos de la crisis del euro

Conjuntamente considerados, todos estos factores contribuyeron a reducir de manera sustantiva los costes de financiación de la economía española, que se aproximan ahora en mayor medida a niveles más acordes con el tono fuertemente expansivo de la política monetaria única (véase gráfico 1.4).

El tipo de interés de la deuda pública española a diez años, que en los momentos más críticos de la crisis del euro llegó a superar el 7,5 %, se situaba en el momento de finalizar este Informe en el 1,8 %. Su diferencial con la deuda pública alemana, que en el verano de 2012 superó los 600 puntos básicos (pb), en la actualidad se encuentra en 130 pb. Y, en términos de cantidades, el porcentaje de la deuda pública española en manos de no residentes se había incrementado hasta cotas similares a las registradas en 2010.

La mejoría ha sido también notable en la evolución de los costes de financiación de las entidades de crédito. Las primas de los seguros de riesgo crediticio, los tipos de interés de las cédulas y de los bonos de titulización y el coste de los depósitos se situaban, en el momento de redactar este Informe, bastante próximos a los valores correspondientes al resto de la UEM, tras haber experimentado reducciones significativas adicionales a lo largo de 2014 y en la parte transcurrida de 2015.

Esta contracción de los costes de financiación de las entidades terminó además trasladándose, aunque con algún retraso, a los tipos de interés de los créditos bancarios, que han registrado también reducciones sustantivas que se han traducido en una mayor proximidad a los costes de los créditos en otros países de la UEM. Este proceso, no obstante, ha afectado de manera desigual a las distintas modalidades de los préstamos. Ha sido más evidente en el caso de los concedidos a los hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda y en el de los créditos a las empresas por importes inferiores a un millón de euros, donde se incluyen mayoritariamente los concedidos a pymes. En el caso de los préstamos para la adquisición de vivienda y a sociedades por cuantías superiores al millón de euros, el retroceso ha sido menor (unos 50 pb desde mediados de 2013, frente a los aproximadamente 110 pb en los otros dos casos). En relación con esta última modalidad, sin embargo, hay que tener en cuenta que está dominada por el comportamiento de las compañías de mayor tamaño, que a lo largo de la crisis han sustituido en buena parte esta fuente de financiación por el acceso directo a los mercados. En este sentido, es importante constatar que las primas de los seguros de riesgo crediticio de este tipo de compañías, un indicador relevante de la evolución de sus costes de financiación directa en los mercados, han experimentado también una contracción importante desde mediados de 2013.

Pese a todo, la distancia entre los costes de financiación en España y en otros países del área del euro continúa siendo importante en algunos segmentos, singularmente en aquellos en los que los riesgos de los prestatarios son más acusados (consumo y préstamos a empresas por cuantías inferiores al millón de euros).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

GRÁFICO 1.4

RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS Y DIFERENCIAL CON ALEMANIA

PRIMA DE LOS CDS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS A CINCO AÑOS (a)

RENTABILIDAD DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE CINCO Y SIETE AÑOS (b)

TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DEPÓSITOS A PLAZO

TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. ESPAÑA

TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS. DIFERENCIA ESPAÑA – NÚCLEO UEM (c)

FUENTES: Datastream, Reuters, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Series construidas ponderando las primas de los CDS de las empresas incluidas en el índice Itraxx Europe domiciliadas en cada país por su capitalización bursátil el 31 de diciembre del año anterior. La serie núcleo UEM agrega los CDS de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, ponderándolos con el PIB a precios corrientes del mismo año. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.

b Series construidas para cada país como promedio de los tipos de interés de las cédulas hipotecarias incluidas en el índice Maggie de J.P. Morgan. La serie núcleo UEM agrega los tipos de las cédulas de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo, ponderándolos con el PIB a precios corrientes del mismo año. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.

c Definido como el agregado ponderado por PIB a precios corrientes del mismo año de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014. Para agregar las distintas categorías por plazos dentro de cada país se utilizan los mismos pesos (volumen de operaciones) que en España, de manera que la comparación no se vea afectada por diferencias entre dichos pesos en una y otra área.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

PIB Y EMPLEO

GRÁFICO 1.5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Empleo equivalente a tiempo completo de la Contabilidad Nacional Trimestral.

3.2 EL PROGRESO EN EL RESTABLECIMIENTO DE LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

La mejora de las condiciones de financiación ha encontrado un importante soporte en los avances realizados en los procesos de ajuste y en las reformas internas, que han situado la economía española en una posición más saneada y competitiva, lo que está facilitando que la recuperación de la actividad se traslade con intensidad a la creación de empleo y el despegue de la inversión.

Uno de los rasgos más destacados en 2014 fue el cambio en la dinámica del empleo, tras cinco años de descensos consecutivos. Su recuperación fue generalizada por ramas y más intensa en el empleo temporal

El crecimiento del empleo se fue acelerando a lo largo del ejercicio, hasta superar el ritmo de avance del PIB en el último trimestre. La productividad observada experimentó una pronunciada desaceleración, incrementándose apenas un 0,2 %, tras haber registrado una tasa de variación media del 2,4 % en los cinco años precedentes (véase gráfico 1.5). El comportamiento del empleo refleja, entre otras cosas, los efectos de los cambios legislativos introducidos desde 2012, que habrían contribuido a facilitar la adecuación de las condiciones laborales de las empresas a su situación cíclica y competitiva. En esta dirección apuntaría la evolución de los flujos laborales en 2014 (número de transiciones desde el empleo al desempleo o desde el paro al empleo), que muestra una progresiva moderación en el ritmo de destrucción de empleo, sobre todo de empleo indefinido, y una cierta reactivación de los flujos de salida del desempleo, más acusada en los trabajadores que llevaban menos tiempo en esta situación y con mayores niveles de formación.

La recuperación del empleo temporal alcanzó mayor intensidad (5,3 % al concluir el año), si bien el empleo indefinido mostró también una progresiva mejoría a lo largo del ejercicio (2 % en tasa interanual en el último trimestre). Sin embargo, este último resultado debe considerarse todavía insuficiente a la luz de las numerosas medidas tomadas en el pasado reciente para incentivar la contratación indefinida, entre las que destaca la reducción en 2014 de la cotización empresarial por contingencias comunes para nuevas contrataciones de este tipo. Ya en 2015, esta medida ha sido sustituida por un nuevo programa que dirigirá los incentivos hacia la parte baja de la distribución salarial, donde se concentran los colectivos con mayores dificultades de empleabilidad y tasas de paro más elevadas.

La población activa se redujo en 2014 a tasas similares a las observadas el año anterior (–1 %), a lo que contribuyeron tanto la caída de la población en edad de trabajar, concen-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

trada en la población extranjera, como el descenso de la tasa de actividad, más pronunciada entre la población inmigrante. El ritmo de descenso de la oferta laboral se fue moderando a lo largo del año, hasta prácticamente estabilizarse en el último trimestre.

La tasa de paro disminuyó, pero continúa siendo muy elevada para los jóvenes y los trabajadores con menor cualificación, que se enfrentan a mayores dificultades para reincorporarse al mercado laboral

En el contexto de disminución de la oferta laboral en 2014, el dinamismo del empleo propició una significativa reducción del número de desempleados —un 8 % en el promedio del año, hasta quedar cifrado en 5.485.000 personas—, y la tasa de paro se redujo en 2 pp a lo largo de 2014, hasta situarse en el 23,7 % de la población activa, más de 15 pp por encima de su nivel en 2008. Las tasas de paro de los jóvenes y de los trabajadores con menor nivel de formación permanecieron en niveles muy elevados (39,7 % y 41,2 %, respectivamente) y, en este último caso, apenas se redujo en 2014. El desempleo de larga duración repuntó hasta alcanzar un nivel próximo al 62,8 %, aunque mostró una tendencia decreciente en la segunda mitad del año.

Prosiguió el ajuste competitivo de la economía como resultado del proceso de devaluación interna…

Los costes laborales prolongaron la pauta de moderación de los últimos años. La remuneración por asalariado experimentó un pequeño retroceso (–0,2 % en promedio anual), como resultado de su estabilización en la economía de mercado y de una pequeña caída en la de no mercado. Los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva mantuvieron una tónica muy similar a la del año precedente (0,6 %). Adicionalmente, también contribuyeron a flexionar a la baja los costes laborales la modificación temporal de las condiciones laborales o la activación de inaplicaciones de convenio, así como los efectos composición derivados de las diferencias de niveles salariales entre los flujos de entrada y salida del empleo.

En los últimos años, la moderación de los costes laborales está siendo superior a lo que puede explicarse por la evolución de sus factores determinantes, lo que podría atribuirse al efecto de los cambios legislativos antes mencionados, en particular de aquellos que han permitido una mayor respuesta de los salarios a la situación cíclica. Se observa, sin embargo, un porcentaje creciente de resultados de la negociación que fijan los salarios en los niveles mínimos de los convenios y una elevada concentración de las tarifas salariales en el entorno del 0 %, en un contexto de inflación negativa durante la mayor parte del año. Los incrementos salariales de los convenios de empresa fueron algo más reducidos que los sectoriales, pero siguen afectando a un porcentaje muy reducido de los trabajadores, por lo que el margen para una mayor descentralización de la negociación colectiva continúa siendo elevado.

Como se indica en el capítulo 4 de este Informe, los cambios regulatorios introducidos en el mercado de trabajo pueden favorecer la adaptación de la economía española a las pautas de estabilidad de la UEM y mejorar su capacidad de respuesta ante perturbaciones y oscilaciones cíclicas. Un mayor grado de flexibilidad en la formación de los salarios permite que los ajustes transcurran a través de los precios relativos y reducir su impacto sobre la actividad económica y el empleo. Desde este punto de vista, resulta importante evitar el retorno a prácticas de indexación salarial ya superadas.

Los costes laborales por unidad de producto se redujeron por quinto año consecutivo, lo que provocó un nuevo ajuste de costes relativos con respecto a la UEM (véase gráfico 1.6). No obstante, la intensidad del ajuste se está atenuando, en parte como consecuencia de la minoración del ritmo de avance de la productividad. La mejora de la competitividad se extendió a una amplia gama de índices de precios. En conjunto, en 2014 prosiguió el ajuste competitivo de la economía española a través del proceso de devaluación interna.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

COSTES LABORALES E INFLACIÓN

GRÁFICO 1.6

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales cambiadas de signo.

... si bien el mantenimiento del equilibrio externo requiere profundizar en las ganancias de competitividad

En adelante, la necesaria continuidad en la mejora de la competitividad se enfrenta a un entorno algo menos propicio, dada la baja inflación generalizada en el área del euro, y a los obstáculos que pueden surgir como consecuencia de la rigidez nominal de los salarios y, sobre todo, de los bajos crecimientos de la productividad previstos, dado el habitual comportamiento contracíclico de esta variable.

La corrección del desequilibrio exterior a lo largo de los últimos años ha alcanzado gran intensidad, como muestra la generación de superávits externos en los últimos tres años. En 2014 la capacidad de financiación de la nación fue de magnitud algo inferior a la de 2013, en gran medida como consecuencia del repunte de las importaciones (véase recuadro 1.2). Pese a la mejoría del saldo de flujos con el exterior, el avance en la reducción de la Posición de Inversión Internacional (PII) está siendo muy gradual, cifrándose en el 93,5 % del PIB en 2014 (93,8 % el año precedente), lo que ilustra sobre la necesidad de perseverar en el logro de superávits exteriores durante un período suficientemente prolongado. Como se analiza en el recuadro citado, el elevado contenido importador de la demanda final, la excesiva dependencia energética del resto del mundo y los abultados pagos por intereses —aspectos todos ellos que deberían irse atenuando gradualmente— requieren un esfuerzo adicional en el ámbito de las exportaciones, que deberán continuar la trayectoria de ganancia de cuota, a través de mejoras adicionales de competitividad-precio y de calidad.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN Y DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

GRÁFICO 1.7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El sector residencial se estabilizó tras un ajuste de gran magnitud, aunque su recuperación no está exenta de incertidumbre

Tras seis años de contracción, la actividad del sector residencial reflejó pequeñas variaciones positivas desde comienzos del segundo trimestre del año pasado. A pesar de este cambio de tendencia, la inversión en vivienda tuvo una contribución levemente negativa a la actividad en 2014 (0,1 pp), a gran distancia del nivel de detracción que ejerció durante la crisis (1 pp en media los seis años precedentes). Tanto los visados de obra nueva, por el lado de la oferta, como las transacciones de vivienda, por el de la demanda, repuntaron levemente, aunque desde niveles muy reducidos. La absorción del elevado *stock* de vivienda nueva sin vender que se generó tras el desplome del sector continuó a un ritmo lento, debido al reducido número de transacciones de viviendas nuevas, y mostró importantes diferencias a escala regional. Los mayores desajustes entre oferta y demanda se concentran en las zonas costeras, donde se acumularon los mayores excesos durante la expansión.

El descenso del precio de la vivienda tocó suelo en el primer trimestre del año pasado según la información del índice elaborado por el INE, incrementándose un 0,3 % en el promedio anual, tras seis años de caída, y cerrando el año con una tasa interanual positiva, del 1,8 %. La evolución de los precios de la vivienda señala asimismo comportamientos dispares por áreas geográficas, aunque al concluir el año prácticamente todas las CCAA participaban del incremento de los precios de la vivienda.

La evolución en 2014 indica que el severo ajuste del sector residencial parece haber culminado con una reducción drástica de su tamaño y una corrección de los precios de gran magnitud. La actividad residencial redujo su peso en el PIB un 68 % desde el último máximo cíclico, hasta situarse en el 4 % del PIB en 2014, y los precios inmobiliarios cayeron desde su nivel máximo un 36 % en términos nominales (44 % en términos reales), corrigiendo por tanto una elevada proporción del aumento observado en la fase expansiva (véase gráfico 1.7). De cara al futuro, las perspectivas de recuperación del sector no están exentas de incertidumbre. Por una parte, es difícil determinar en qué medida el cambio de tendencia observado se irá reflejando en una recuperación sostenida de la actividad, dado el elevado volumen de viviendas sin vender y su particular distribución geográfica. Por otro lado, desde un punto de vista más de medio plazo, existen dudas sobre la incidencia de los desarrollos demográficos sobre la demanda potencial de vivienda.

Se alcanzó el objetivo de déficit de las AAPP, al tiempo que la política fiscal

El déficit de las AAPP se redujo en 2014 hasta el 5,8 % del PIB (5,7 % una vez que se excluye el impacto de las ayudas a las instituciones financieras), alcanzando el objetivo establecido para ese año por el Consejo Europeo (5,8 % del PIB), si bien esta cifra de cierre

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT Y DE LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS GRÁFICO 1.8

FUENTE: Intervención General de la Administración del Estado.

empezó a ser un condicionante menos destacado de la evolución macroeconómica

resultó ser algo superior a la fijada por el Gobierno en la actualización del Programa de Estabilidad de abril de 2014. La orientación de la política fiscal (aproximada por la variación del saldo estructural primario) fue moderadamente contractiva, en marcado contraste con el tono fuertemente restrictivo de los últimos años (véase gráfico 1.8). A su vez, el cumplimiento del objetivo de déficit por tercer año consecutivo contribuyó a mejorar la confianza de los agentes macroeconómicos en la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por esta vía, a reducir la incertidumbre sobre la evolución global de la economía española.

La reducción del déficit se produjo como resultado de una contribución de magnitud similar de los ingresos públicos, cuya ratio en proporción del PIB aumentó 0,3 pp, hasta el 37,8 % del PIB, y del gasto público, que descendió en una cuantía similar, hasta quedar situado en el 43,5 % del PIB. El aumento de los ingresos fue ganando intensidad a lo largo del año, en sintonía con la mejora cíclica y el cambio de composición del PIB, desde la demanda externa hacia la demanda interna, que favorece la recaudación de impuestos indirectos. Adicionalmente, el creciente dinamismo del mercado laboral impulsó las bases de los impuestos vinculados a las rentas del trabajo (IRPF y cotizaciones sociales).

El descenso de la ratio de gasto público se debió al ajuste del gasto primario, basado en la disminución del peso del consumo público y de las prestaciones sociales (por la reducción del desempleo) y de la inversión pública, que se contrajo moderadamente desde niveles ya muy reducidos. Los intereses pagados atenuaron su ritmo de avance, al empezar a reflejar el significativo descenso del coste de financiación del Tesoro a lo largo del ejercicio, con lo que mantuvieron un nivel similar al del año precedente (3,3 % del PIB), a pesar del incremento registrado por el endeudamiento público.

Las actuaciones en el ámbito del pago a los proveedores de las AAPP han ayudado a normalizar las relaciones financieras con el sector privado

Los últimos pagos del Plan de Pago a Proveedores se realizaron en febrero del año pasado, pero se ha puesto en marcha un nuevo conjunto de fondos destinados, principalmente, al pago a proveedores de las CCAA y las CCLL. Todas estas iniciativas han generado un aumento del endeudamiento de las Administraciones Territoriales con el Estado y, en paralelo, una disminución del endeudamiento privado, y deberían acompañarse de la exigencia del cumplimiento estricto de los planes de ajuste a los que han venido condicionados estos mecanismos de financiación extraordinaria.

En el corto y medio plazo, resulta ineludible perseverar

La ratio de deuda pública sobre el PIB aumentó en 2014 en unos 3 pp, hasta situarse en el 97,7 % del PIB, en línea con el objetivo oficial. El aumento de la deuda fue el resultado

en la estrategia de consolidación fiscal por los retos que plantean la estabilización y la reducción posterior de la ratio de deuda pública

principalmente del todavía elevado déficit primario. En 2015 la deuda continuará incrementándose, según los planes oficiales, hasta alcanzar el 98,9 % del PIB, para comenzar a reducirse de manera tímida en 2016. Los retos que para el conjunto de la economía plantea un nivel de deuda pública tan elevado, incluso en un proceso de reducción gradual de esta en el medio plazo, no deben minimizarse.

El desendeudamiento del sector privado avanzó significativamente. Aunque la contracción del crédito continuó siendo el principal motor del proceso, en 2014 se moderó sustancialmente

El endeudamiento de las familias y de las empresas españolas se redujo nuevamente, hasta alcanzar, respectivamente, el 71 % y el 92 % del PIB al cierre del año. Las correspondientes distancias entre estas ratios y las del área del euro en su conjunto retrocedieron hasta los 10 pp y los 12 pp, respectivamente, lo que supone la mitad y un tercio de las cifras registradas en 2010, cuando las deudas del sector privado español alcanzaron su máximo relativo.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El crecimiento real del PIB contribuyó a la disminución de estas ratios, pero la evolución de la inflación, que hasta este año había ayudado también a reducirlas —aunque de forma moderada—, tuvo el efecto contrario. En cualquier caso, el principal motor del proceso de desendeudamiento privado fue, un año más, la contracción del crédito bancario. Es importante destacar, sin embargo, que el pasado año, y por primera vez desde que se inició este necesario proceso de corrección, tuvo lugar una significativa moderación de las tasas de retroceso de los préstamos bancarios a empresas y familias. Adicionalmente, desde una perspectiva más desagregada, volvieron a registrarse signos que apuntan a una reasignación de los nuevos flujos de crédito a favor de las empresas en una situación económica y financiera más favorable. De este modo, cuando ambas perspectivas —la agregada y la desagregada— se consideran conjuntamente, la evolución del crédito a lo largo del pasado ejercicio es coherente con una trayectoria de progresiva normalización, cuyas implicaciones para la financiación de la recuperación económica se analizan con detalle en el capítulo 5 de este Informe.

Los resultados del ejercicio global de valoración de las entidades del área del euro certificaron la efectividad del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario

El ejercicio de valoración global de las entidades que se llevó a cabo como parte del trabajo preparatorio para el lanzamiento del MUS mostró, por un lado, que los activos bancarios españoles estaban valorados de manera razonable, ya que las revisiones requeridas afectaron solo al 0,2 % del total de sus activos ponderados por riesgo, el porcentaje más reducido de toda la UEM. Y constató, por otro lado, que los bancos españoles disponían del capital requerido para superar un eventual escenario macroeconómico adverso extremo, puesto que las pruebas de estrés realizadas no detectaron deficiencias de capital para ninguno de ellos.

El proceso de ajuste de las entidades que recibieron ayudas públicas avanzó, además, conforme a lo programado, de manera que al cierre de 2014 la práctica totalidad del descenso previsto en términos de activos, número de oficinas y empleados se había completado. El FROB formalizó la venta, mediante subasta, de dos (NCG y Catalunya Banc) de los cuatro bancos bajo su control, y vendió también, mediante OPV, un 7,5 % de su participación en Bankia (a través de BFA).

A más largo plazo, la capacidad del sector para financiar la economía se verá reforzada también por los avances regulatorios que se están produciendo en la agenda definida por el G-20 para lograr un sistema financiero global más sólido y estable. En el ámbito europeo, 2014 supuso la entrada en vigor del Acuerdo de capital de Basilea III, una vez transpuesto a la normativa comunitaria. Se actualizaron la metodología y la lista de instituciones de importancia sistémica global y el FSB avanzó su propuesta para aumentar la capacidad total de absorción de pérdidas de dichas instituciones, así como sus iniciativas para mejorar los mecanismos de resolución de entidades con actividad en múltiples jurisdicciones.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARO Y DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA CON EL RESTO DEL MUNDO

GRÁFICO 1.9

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los datos anteriores al cuarto trimestre de 2012 siguen la anterior metodología basada en el quinto *Manual de Balanza de Pagos.*

4 Los retos para la consolidación de la recuperación y el papel de las políticas económicas

La recuperación de la economía en 2014 se asentó en los progresos alcanzados en el restablecimiento de sus equilibrios macroeconómicos, pero también en otros factores, de naturaleza más temporal, con menor influencia en el crecimiento de la economía española a medio y largo plazo.

Las políticas económicas han de consolidar los ajustes para afianzar y prolongar la fase de recuperación

Los resultados conseguidos en crecimiento económico y creación de empleo son alentadores e indicativos de los frutos cosechados por los esfuerzos realizados, pero no se debe perder de vista que el proceso de ajuste y reequilibrio de la economía española no ha finalizado y que el impacto de la profundidad de la crisis sobre la situación del país no se ha disipado completamente. Aunque el PIB y el empleo han afianzado su trayectoria de recuperación, se encuentran todavía por debajo de sus respectivos niveles al inicio de la crisis. También el PIB per cápita ha empezado a aumentar, pero su nivel no ha recuperado el de 2007. El entorno demográfico ha cambiado en los últimos seis años, con descensos de la población que podrían prolongarse en el futuro. Desde el punto de vista financiero, la trayectoria alcista de la ratio de la deuda pública no se ha detenido todavía, y los elevados niveles de endeudamiento privado, a pesar de los notables avances en su desendeudamiento, siguen condicionando el dinamismo del gasto y suponen elementos de vulnerabilidad ante la posible emergencia de nuevos episodios de incertidumbre.

Las políticas económicas tienen, por tanto, que seguir desempeñando un papel primordial para asegurar que se completa el reequilibrio de la economía, se profundiza la solidez del crecimiento y se reabsorben los efectos duraderos de su pesado legado, del que el elevado desempleo y el alto endeudamiento son sus rasgos más visibles (véase gráfico 1.9).

La UEM debe seguir avanzando hacia una genuina unión económica y monetaria

Por un lado, y aunque excede el ámbito exclusivo de la política económica española, es preciso reafirmar la importancia de que la UEM siga avanzando hacia una genuina unión económica y monetaria. Pese a los importantes progresos registrados en la reforma de la gobernanza del área y en la construcción de la unión bancaria, las tensiones generadas por la situación en Grecia evidencian que los riesgos y los retos para el euro no han desaparecido. Las líneas de avance se trazaron de manera clara en la hoja de ruta del llamado «Informe de los Cuatro Presidentes» y fueron asumidas y respaldadas por los jefes de Estado y de Gobierno del área. Se trata, sin duda, de pasos complejos, que, como en el caso de la unión fiscal, requerirán grandes esfuerzos para extender las áreas de soberanía compartida en direcciones que resultarán claves para la consolidación del euro y de la UEM, y que, como la experiencia reciente de la unión bancaria

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

apunta, terminan reportando a los Estados miembros y a sus ciudadanos más beneficios que costes.

Y, en España, las políticas económicas deben asegurar que la recuperación se asienta en unas condiciones de estabilidad duradera

En el ámbito de las finanzas públicas nacionales, el proceso de consolidación fiscal de los últimos años se ha apoyado en el fortalecimiento del compromiso con la estabilidad presupuestaria y del marco de supervisión de las cuentas públicas, para lo que se han desarrollado distintos instrumentos, como la Ley de Estabilidad Presupuestaria y la puesta en marcha de la Autoridad Independiente de Responsabilidad fiscal (AIReF), en el nuevo marco de gobernanza europea. Tras la experiencia de la crisis de deuda soberana, una de las prioridades de este conjunto de normas es intensificar la corresponsabilidad en el cumplimiento de los objetivos de déficit de los distintos niveles de gobierno (Administración Central, CCAA y CCLL). Se han arbitrado mecanismos preventivos y correctivos para evitar el riesgo de desviaciones persistentes de cada administración, así como fórmulas extraordinarias de financiación, sujetas a condicionalidad, en situaciones de tensión en las condiciones financieras de las distintas AAPP.

Se ha avanzado en el fortalecimiento de la disciplina presupuestaria, pero existen vías de mejora de los procedimientos preventivos existentes para asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales

Los logros en este terreno han sido significativos. No obstante, en 2014 una mayoría de CCAA excedió los objetivos de déficit. Ello obliga a avanzar en nuevas vías de mejora en la aplicación de los procedimientos existentes. En particular, se debe asegurar el estricto cumplimiento de los mecanismos de alerta temprana que contempla la Ley de Estabilidad Presupuestaria y, en los casos en que se produzcan desviaciones recurrentes, la activación de los pasos correctivos que establece la ley. La AIReF, en el marco de sus competencias, debe contribuir a hacer efectivos estos procedimientos.

Por otra parte, la generalización de los mecanismos de apoyo financiero a las CCAA plantea algunos retos que es necesario abordar conjuntamente con la reforma del sistema de financiación autonómica, de forma que se asegure un marco de financiación transparente y estable para el desarrollo de las competencias de gasto.

El cumplimiento de los objetivos presupuestarios podría requerir reforzar el plan de consolidación fiscal

La estrategia presupuestaria de medio plazo del Gobierno establece que el ajuste recaerá en los próximos años sobre el gasto público, que se prevé se reduzca por las mejoras de eficiencia que propiciarán las diversas reformas de racionalización del gasto instrumentadas bajo el paraguas del Informe de la Comisión para la reforma de las AAPP (CORA), que plantea una simplificación del mapa de competencias, en particular en el ámbito del sector público empresarial y de la reforma de la Administración Local. Adicionalmente, el Plan Presupuestario del Gobierno basa el logro de los objetivos en un comportamiento más expansivo de los ingresos públicos, en un contexto de reforma del sistema tributario.

En conjunto, los objetivos planteados son exigentes y, para asegurar su cumplimiento, puede ser necesario, si se materializan los riesgos de desviación, reforzar el plan de consolidación fiscal con actuaciones complementarias. Por el lado del gasto público, habría que asegurar la eficacia de los planes de racionalización instaurados y revisar en profundidad las distintas partidas, con el objetivo de priorizar aquellas que tienen mayor impacto sobre el crecimiento. Por el lado de los ingresos, habría que considerar una estructura impositiva que permita obtener de forma estable los recursos suficientes para financiar el nivel deseado de gasto público. En este sentido, podría considerarse aumentar el peso relativo de la imposición indirecta (ampliación de las bases del IVA, incremento de impuestos especiales y fiscalidad medioambiental) y racionalizar la amplia gama de deducciones, bonificaciones y reducciones que erosionan la capacidad recaudatoria de los impuestos, en línea con las propuestas de los expertos y de los organismos internacionales. Resulta crucial que tanto la composición del ajuste del gasto como la revisión de la cesta de im-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

puestos se diseñen tratando de minimizar los posibles efectos adversos sobre el crecimiento a largo plazo de la economía.

Y hay que abordar los retos que plantea el envejecimiento de la población para las finanzas públicas en el medio plazo

La reforma del sistema de pensiones que se adoptó en 2013 contribuirá de forma decisiva a suavizar el crecimiento del gasto público que comportará el previsible proceso de envejecimiento de la población. Las últimas proyecciones disponibles realizadas en el ámbito europeo (con metodología armonizada) prevén un ligero descenso del peso del gasto público en pensiones en España entre 2013 y 2060 (de 0,8 pp, al alcanzar entonces una ratio del 11 % del PIB), frente al incremento de 3,6 pp que se habría producido en ausencia de la citada reforma. Para evitar incertidumbres sobre la cuantía futura de las pensiones, es necesario que el nuevo sistema se instrumente con la mayor transparencia posible, conforme a los procedimientos que establece la Ley. La implantación de estas modificaciones plantea la necesidad de fomentar la introducción de mecanismos de seguro y ahorro que ayuden a complementar en el futuro las pensiones del sistema público de reparto, incluyendo incentivos fiscales.

El mercado laboral debe continuar su proceso de transformación…

El mercado de trabajo se enfrenta al doble reto de reducir el desempleo hasta tasas comparables con las existentes en otras economías avanzadas y de alcanzar un comportamiento más dinámico de la productividad que impulse un crecimiento sostenido de la renta per cápita a medio plazo. Las perspectivas a corto plazo son favorables, pero resulta fundamental mantener el impulso reformista que equipe a la economía española con los márgenes de flexibilidad necesarios para evitar que la elevada tasa de desempleo se convierta en estructural e impulsar la mejora de la productividad y la continuidad de las ganancias de competitividad.

… mediante un mejor funcionamiento de las políticas activas de empleo…

Se debe mejorar la efectividad del conjunto de políticas activas que tienen como objetivo principal facilitar la reinserción de los desempleados en el mercado laboral. Como se ha señalado a lo largo de este capítulo, esta tarea está resultando particularmente difícil para aquellos colectivos que llevan más tiempo en situación de paro y cuyo nivel de formación es más reducido. Se han dado pasos importantes en esta materia en el último año, en la dirección de mejorar la coordinación entre la Administración Central del Estado y las CCAA, aumentar el vínculo entre la financiación y los resultados de los diferentes programas, así como de propiciar la participación del sector privado. En esta misma línea, la reciente reforma del sistema de formación para el empleo incluye la concurrencia competitiva de los diferentes proveedores de formación, reduciendo el papel de los agentes sociales en la gestión y la impartición de la formación. Pero resulta fundamental un avance decidido en la implementación efectiva de este amplio conjunto de cambios, lo que requiere, en algunos casos, un desarrollo normativo aún pendiente. La experiencia proveniente de otros países muestra que la efectividad de los diferentes programas de activación depende de las condiciones económicas e institucionales de cada uno de ellos. Por tanto, el cambio de estrategia en España debería ir acompañado de una evaluación rigurosa de los distintos programas, lo que exige mejorar la información disponible sobre el coste y la efectividad de las diferentes medidas de apoyo a los desempleados.

Por otra parte, el peso de las bonificaciones a la contratación en el conjunto del gasto en políticas activas es muy elevado, y su impacto sobre las posibilidades de empleo de los colectivos más desfavorecidos es incierto. Una evaluación y reordenación del conjunto de bonificaciones existentes, como la prevista en el Programa Nacional de Reformas 2015, permitiría liberar recursos que podrían utilizarse para profundizar en el proceso de modernización de los servicios públicos de empleo, que permita, por ejemplo, diseñar

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

eficientemente itinerarios individualizados de inserción para los desempleados en función de sus características y de las necesidades detectadas en las demandas de las empresas.

… la profundización de los cambios en la negociación colectiva…

Los diferentes cambios introducidos en el marco de la negociación colectiva han intentado aumentar el grado de descentralización del sistema y adecuar las condiciones laborales a la situación específica de empresas y sectores. Se han producido avances en este terreno, pero el grado de dispersión salarial entre sectores y empresas continúa siendo reducido. Actuaciones adicionales en este campo pasarían por revisar el principio de eficacia general automática de los convenios sectoriales para favorecer la adecuación de las negociaciones a la situación específica de las empresas y a la participación de los trabajadores en aquellas. Este tipo de medidas acercaría el mercado de trabajo español a las prácticas habituales en otros países europeos.

… y la racionalización del sistema de contratación

Los avances en la reducción de la dualidad del mercado laboral están siendo menos visibles. Parece razonable que, tras un episodio prolongado de destrucción de empleo, caracterizado por elevados niveles de incertidumbre, la recuperación de la ocupación bascule en sus etapas iniciales sobre la contratación temporal. No obstante, el recurso a la contratación indefinida sigue siendo débil, a pesar de los cambios introducidos para favorecer este último tipo de contratación. Es bien conocido que una elevada temporalidad acaba configurando un mercado laboral con una excesiva volatilidad del empleo y tiene efectos negativos sobre la productividad a través, fundamentalmente, de los escasos incentivos que la excesiva rotación laboral genera para la inversión en capital humano y tecnológico por parte de las empresas y los trabajadores. En este ámbito, por tanto, las actuaciones deberían ir dirigidas a reequilibrar los incentivos a favor de la contratación indefinida, reduciendo la magnitud de la brecha que separa las condiciones de terminación de las distintas modalidades de contratación y facilitando una mayor continuidad entre ellas.

Ampliar las posibilidades de crecimiento a largo plazo de la economía española requiere mantener y profundizar las reformas estructurales

El crecimiento futuro de la economía española se verá condicionado por la forma en la que logre superar los efectos que la crisis ha tenido sobre la dotación de factores productivos, pero también por la capacidad que tenga de incrementar las bajas tasas de avance de la productividad que la han aquejado de forma continuada.

En este sentido, el potencial de crecimiento vendrá muy condicionado por la capacidad de reducir la tasa de desempleo y su persistencia, así como de incrementar el grado de capitalización de la economía, mediante un aumento de la inversión empresarial que aproveche la sensible mejoría en las condiciones de financiación y de costes que afrontan las empresas españolas. También dependerá de la posibilidad de acelerar las ganancias de eficiencia de la economía mediante una adecuada asignación de los recursos productivos entre ramas productivas y empresas.

En este contexto, es preciso mantener y profundizar en las reformas estructurales que impulsen la inversión y la creación de empleo, que reduzcan los obstáculos a la competencia y que eliminen las barreras que impiden una reasignación adecuada de los recursos productivos hacia las empresas y sectores con mayor potencial de crecimiento. Como se analiza en el capítulo 3 de este Informe, estas barreras son el resultado de una regulación inadecuada, un tamaño medio empresarial reducido, una limitada movilidad geográfica y sectorial del empleo, un cierto desajuste educativo entre oferta y demanda de trabajo, que se habría ampliado durante la crisis, y una capacidad de innovación reducida, por lo que su superación requiere respuestas precisas y ambiciosas de la política

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

económica. Por otra parte, como se expone en el capítulo 4, la instrumentación de reformas estructurales puede producir sinergias positivas con la política monetaria expansiva que está siguiendo el BCE mediante la aplicación de medidas no convencionales, incluso a corto plazo, por su impacto sobre las expectativas de mayor crecimiento de las rentas en el futuro.

A pesar de los avances realizados recientemente, aún existen reformas pendientes en distintos ámbitos sectoriales

En los últimos años se han producido avances en distintos ámbitos regulatorios y, más recientemente, se han introducido reformas tendentes a reducir el grado de indiciación de la economía, eliminar la acumulación de nuevos déficits de tarifa en el sector eléctrico y mejorar el marco para la creación y el desarrollo de actividad empresarial. Entre ellas, cabe destacar las distintas reformas de la Ley Concursal, incluyendo el reciente Real Decreto-ley 1/2015, que profundiza los mecanismos de reestructuración y liberación de deudas (segunda oportunidad) para empresarios individuales y personas físicas, los avances en la aplicación de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado y las mejoras en el ámbito del comercio minorista. Sin embargo, el margen de mejora es todavía relevante en distintas áreas y no debería producirse una ralentización de los esfuerzos en este terreno. En particular, resulta prioritario agilizar la plena implementación de las directrices de la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado en todos los ámbitos de la Administración, así como el desarrollo de las reformas pendientes en el ámbito judicial, los servicios profesionales y las infraestructuras.

Se hace igualmente necesario mejorar el nivel y la calidad educativos y la capacidad tecnológica de la economía

Del mismo modo, la economía española sigue presentando un nivel y calidad educativos, así como un grado de capitalización tecnológica, inferiores a los de los países desarrollados, lo que merma la capacidad de crecimiento de la productividad. En este sentido, en el curso académico 2014-2015 se ha iniciado la implantación de la LOMCE y se regularon algunos aspectos específicos de la formación profesional básica, con el objetivo de facilitar la permanencia de los alumnos en el sistema educativo. Sin embargo, los avances en el terreno universitario han sido más limitados. Por su parte, la mejora de nuestro *stock* de capital tecnológico requiere una revaluación de los instrumentos de fomento de la innovación privada actuales, la mejora de la conexión con las instituciones de investigación pública y modificaciones en la gobernanza y financiación de estas últimas, objetivo que se puede ver favorecido por la creación de la nueva Agencia Estatal para la Investigación, conforme establece el PNR 2015.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

La situación financiera de las familias —y, singularmente, su grado de endeudamiento— puede condicionar sus decisiones de gasto. La ratio entre la deuda de los hogares españoles y su renta —un indicador estándar de endeudamiento— se elevó de manera sustancial hasta 2010 y se ha reducido, sustancialmente también, desde entonces. En estos momentos se sitúa aún en un nivel elevado en relación tanto con otros períodos históricos de recuperación económica como con los países de nuestro entorno. En este recuadro se analizan sus implicaciones para el comportamiento reciente y esperado del consumo.

El gráfico 1 compara el comportamiento observado del consumo en distintos grupos de hogares, formados a partir de sus niveles de endeudamiento. Como se puede observar, las familias más endeudadas registraron con la crisis una mayor caída del consumo. Ejercicios adicionales de regresión para explicar el crecimiento del consumo de cada hogar en función, conjuntamente, de su nivel de renta, riqueza y endeudamiento confirman esta relación inversa entre deudas y gasto[1].

Para profundizar en el análisis de los posibles efectos de los niveles actuales de endeudamiento sobre el consumo de las familias españolas (y, por tanto, sobre la dinámica de recuperación de la economía), es preciso, sin embargo, añadir una dimensión adicional al estudio. Más concretamente, es relevante considerar el comportamiento de las que no disponen de capacidad de ahorro tras hacer frente al pago de sus deudas y tienen dificultades más acusadas para acceder a nuevos créditos. El gráfico 2, obtenido a partir de la Encuesta Financiera de las Familias, muestra el por-

1 Véase J. M. Casado y M. Folch (2015), para un mayor detalle sobre estos resultados.

1 CRECIMIENTO DEL CONSUMO

2 HOGARES CON DIFICULTADES FINANCIERAS

3 RESPUESTA DEL CONSUMO ANTE VARIACIONES DE LA RENTA, POR NIVELES DE ENDEUDAMIENTO (c)

FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias (EFF).

a Hogares que tienen una ratio de deuda sobre renta superior al 300 %, de deuda sobre riqueza superior al 75 %, o que pagan por intereses y amortización de sus préstamos más de un 40 % de su renta.
b Los hogares con restricciones de crédito se definen como aquellos a los que les han rechazado parcial o totalmente algún préstamo.
c Este gráfico muestra las elasticidades del consumo con respecto a la renta. Véase J. M. Casado y M. Folch (2015) para más detalle.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

centaje de hogares cuyos gastos anuales superan a sus ingresos y el de los que declaran tener un acceso limitado al crédito[2] (y también el peso relativo de los que muestran ambas características simultáneamente). Como se puede apreciar, estos porcentajes son claramente mayores en el caso de los hogares endeudados y han crecido con la crisis. Para estas familias, los avances del consumo dependen más estrechamente de la evolución de sus rentas corrientes y menos de posibles aumentos esperados de su renta futura, que no pueden transformarse en gasto hasta que no se materializan. Los ejercicios de regresión antes comentados confirman esta hipótesis y muestran que la respuesta del consumo ante cambios en la renta (corriente) se ha elevado durante la crisis. El gráfico 3 muestra las estimaciones de esa respuesta para distintos grupos de hogares formados a partir de sus niveles de endeudamiento. Como se puede observar, el crecimiento del consumo asociado a incrementos de la renta es más elevado para los hogares más endeudados.

De este modo, cabe concluir que el alto endeudamiento de las familias españolas ha afectado negativamente a su consumo, como cabría esperar, pero simultáneamente ha aumentado también la sensibilidad de este ante una variación de sus ingresos corrientes. Esta mayor sensibilidad del consumo a las rentas corrientes ayuda a explicar el dinamismo que ha presentado recientemente el primero, en un contexto de clara recuperación de las rentas de las familias. Y apunta también a que la mejora del empleo podría tener, en esta fase de recuperación, unos efectos comparativamente más positivos sobre el consumo que en episodios comparables anteriores. En todo caso, hay que recordar también que el todavía elevado nivel de endeudamiento conlleva una mayor sensibilidad de la demanda de las familias a cambios en los costes de financiación, aunque en el medio plazo no es previsible una subida significativa de tipos de interés que pueda tener un impacto contractivo notable sobre los niveles de gasto de los hogares.

2 Definido como la proporción de hogares cuyas solicitudes de crédito han sido rechazadas total o parcialmente.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

La economía española volvió a presentar en 2014 una capacidad de financiación que, según datos de la Balanza de Pagos, habría ascendido al 1,2 % del PIB, cifra, sin embargo, inferior a la registrada el año anterior (2,1 %). En este recuadro se identifican las variables que han contribuido a la desaceleración del proceso de mejoría del saldo exterior en 2014, así como los factores que subyacen a su evolución, con el objetivo de identificar el alcance de la reciente moderación en el saldo externo.

Tanto la balanza corriente como, en mucha menor medida, la de capital contribuyeron a reducir el superávit exterior el pasado año (en seis y tres décimas del PIB, respectivamente). En relación con la balanza por cuenta corriente, el capítulo que motivó la mayor reducción de su saldo (hasta el 0,8 % del PIB, desde el 1,4 % del año anterior) fue la balanza de bienes y servicios, cuyo superávit se contrajo notablemente en 2014 (en ocho décimas, hasta el 2,6 % del PIB). Por el contrario, el saldo de rentas primarias y secundarias mejoró ligeramente (en dos décimas, hasta el –1,8 % del PIB).

A su vez, el empeoramiento del saldo de bienes y servicios vino dado por la reducción del superávit de bienes no energéticos, paliada solo en parte por la mejoría del saldo de bienes energéticos y del de servicios (véase gráfico 1). En particular, por lo que respecta al comercio de bienes, la rápida e intensa recuperación de las importaciones no energéticas contrarrestó el avance de las exportaciones (véase gráfico 2), que continuaron ganando cuota en el comercio mundial, y el impacto positivo sobre la factura energética del descenso en el precio del petróleo, que se hizo más patente en el tramo final del año[1]. Por tanto, la mayor parte de la reducción del superávit corriente en 2014 recayó, de forma destacada, sobre las compras exteriores de bienes no energéticos, mientras que las exportaciones mantuvieron un ritmo de crecimiento elevado.

El buen comportamiento de las exportaciones de bienes, que desde el inicio de la crisis han crecido por encima de lo que lo han hecho la demanda mundial y la competitividad-precio[2], refleja el impacto de varios factores, que, en su conjunto, indicarían que se ha producido un cierto cambio estructural en su comportamiento. Una forma sencilla de ilustrar este posible efecto es analizar si la relación entre las exportaciones y sus determinantes ha cambiado durante la crisis. Con este objetivo, se estima la relación histórica entre estas variables para el período 1998-2008 y, según esta estimación, se predice la evolución de las exportaciones en los años siguientes a partir de la senda observada de la demanda mundial y de la competitividad de los productos españoles[3]. De este modo, si la senda prevista para las exportaciones fuera similar a la observada, cabría pensar que no se ha producido un cambio en la relación que esta variable mantiene con sus determinantes.

Como se observa en el gráfico 3, las exportaciones han crecido sistemáticamente por encima de la predicción obtenida a partir de la ecuación estimada, lo que sugiere que se habrían producido cambios relevantes en la relación histórica de las ventas al exterior y sus determinantes. La diversificación geográfica de las exportaciones, el aumento en el número de empresas que exportan de forma estable (un 15,6 % superior al existente en 2008) y, también, la creciente internacionalización de las pymes explicarían el mejor comportamiento de las exportaciones, en relación con sus determinantes, durante el período más reciente. Especialmente relevante, dado el reducido tamaño del tejido empresarial español, es el papel creciente de las pymes en la evolución de las exportaciones (véase gráfico 4). Sin duda, el proceso de moderación salarial iniciado en 2010, y las consiguientes ganancias de competitividad[4], ha facilitado la internacionalización de las empresas españolas y su penetración en mercados cada vez más competitivos, ya que los menores costes permiten a las empresas acceder a mercados donde los precios eran bajos en comparación con los costes de producción en España. En este contexto de recuperación de la competitividad-coste, se ha incrementado el atractivo de la economía española como receptora de flujos de inversión directa, con el consiguiente impacto positivo sobre la eficiencia y competitividad de las empresas receptoras de los mismos. Así, en la medida en que buena parte del ajuste competitivo acumulado durante los últimos años sea de naturaleza estructural, cabe esperar que el nivel de exportaciones sea persistentemente más elevado en el futuro.

En cuanto a las importaciones, como ya se ha mencionado, uno de los elementos más relevantes durante 2014 fue la intensa recuperación de las compras de bienes al exterior. Para tratar de valorar si este aumento, que sorprendió por su intensidad, fue consecuencia de un cambio en la relación histórica ente las compras en el exterior y sus determinantes (demanda final y competitividad, fundamentalmente) o de la propia evolución de estos últimos, se ha realizado un ejercicio similar al descrito para las exportaciones. En esta ocasión se observa que la evolución de las importaciones totales ha estado en línea con la obtenida a partir de la predicción estimada, por lo que no parece que se hayan producido cambios significativos en la relación histórica entre las compras al exterior y sus determinantes principales (véase gráfico 5).

Una conclusión similar se obtiene en 2014 cuando este análisis se realiza a nivel desagregado, con la excepción de las importacio-

1 La factura energética se habría reducido un 5 % en el conjunto de 2014 (dos décimas del PIB). Este descenso refleja el impacto del abaratamiento del petróleo —del 8 %—, en tanto que el saldo energético en términos reales empeoró un 2,7 %. Cabe esperar que el descenso previsto en el precio del petróleo en 2015 permita una reducción adicional de la factura energética en dicho año. En media, la factura energética disminuye en torno al 0,5 % del PIB nominal por cada 10 euros de reducción del precio del barril de petróleo.

2 E. Prades y C. García (2015), «Actualización de la función de exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico,* abril, Banco de España.

3 En concreto, se incluyen en la ecuación la variable que recoge la evolución del mercado de exportación de España y los deflactores de exportaciones e importaciones de bienes. En especificaciones alternativas se incluye también la demanda nacional.

4 Véase recuadro 5, "Competitividad, costes laborales y empleo", en «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico,* diciembre de 2014.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

2 CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES A LA VARIACIÓN DEL SALDO DE BIENES Y SERVICIOS

3 EXPORTACIONES DE BIENES

4 MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO: CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES

5 IMPORTACIÓN DE BIENES

6 IMPORTACIONES DE BIENES (NOMINAL)

FUENTES: Banco de España (según las estadísticas de Balanza de Pagos, CBA y Registro Mercantil) y departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria.

a Los saldos energético y no energético son una estimación del Banco de España a partir de los datos de Aduanas.
b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de relaciones comerciales «empresa-país destino».
c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

nes de bienes intermedios no energéticos[5], que continuaron creciendo en dicho año por encima de lo que sugerían sus determinantes principales, reflejando el dinamismo que, durante el pasado año, mostraron algunas ramas de actividad integradas verticalmente (p. e., el sector del automóvil)[6]. En cambio, el notable repunte que registraron las importaciones de bienes de consumo duradero y las de bienes de equipo se corresponde con la mayor pujanza que estos componentes han mostrado dentro de la demanda final (véase gráfico 6).

En todo caso, en la fase cíclica actual, el gasto se está orientando hacia rúbricas con un elevado contenido importador, lo que sugiere que los efectos de los cambios en la composición de la demanda están contribuyendo positivamente al reciente avance de las importaciones. El repunte de las importaciones de bienes de equipo (un 18,7 % interanual en el conjunto de 2014), que está ligado a la recuperación de la inversión y al mencionado avance de las exportaciones, refleja la dependencia de nuestro tejido industrial de insumos productivos importados de mayor valor añadido. También cabe destacar, en este sentido, el crecimiento vigoroso de las importaciones de bienes de consumo duradero (un 20 % interanual en términos reales), que podría reflejar una cierta sobrerreacción ligada a la fuerte caída acumulada en el consumo de estos desde el inicio de la crisis (un –6,2 % en el período 2008-2013, frente al –1,9 % del gasto total). En cuanto a las importaciones de bienes de consumo no duradero, a medida que se ha ido consolidando la recuperación se ha observado una mayor coincidencia entre las compras al exterior observadas y las predichas por el modelo, por lo que sigue sin detectarse un efecto sustitución relevante entre producción nacional e importaciones.

Como conclusión, la mejoría de la posición cíclica de la economía española, junto con la materialización de decisiones de compra pospuestas durante el período de crisis, habría tenido un impacto significativo en el saldo exterior en 2014, al haber impulsado un fuerte avance de las importaciones. Por el contrario, el abaratamiento del precio del petróleo, la evolución de la competitividad o la expansión de la base exportadora y su diversificación geográfica contrarrestaron, en parte, el impacto negativo del ciclo. En el futuro, mientras que el ciclo económico continuará apoyando el avance de las importaciones, el impacto de la demanda embalsada se irá amortiguando con el tiempo. Por otro lado, si bien del análisis realizado no se detecta la existencia de efectos sustitución significativos en el total de las importaciones, cabría esperar que las ganancias de competitividad derivadas del proceso de devaluación interna en el que está inmersa la economía española, junto con los cambios en la estructura productiva, favorezcan, en el medio plazo, una reducción de la dependencia importadora[7].

5 Las importaciones energéticas disminuyeron, en términos nominales, ante el descenso del precio del petróleo.

6 Véase recuadro 5, "La evolución reciente de las importaciones y sus determinantes", en «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico,* abril de 2014.

7 Véase capítulo 3, «Crecimiento y reasignación de recursos de la economía española», *Informe Anual, 2014,* Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

2 LA POLÍTICA MONETARIA

1 Introducción

Desde que se inició la crisis financiera global hace seis años, la política monetaria ha mantenido un tono marcadamente expansivo en las principales economías desarrolladas…

Desde que, hace más de seis años, se inició la crisis financiera global que dio lugar a la Gran Recesión, la política monetaria ha mantenido un tono marcadamente expansivo en las principales economías desarrolladas. La profundidad de la crisis, condicionada por los factores financieros que confluyeron en su origen y desarrollo, está requiriendo un esfuerzo continuado por parte de los bancos centrales para asegurar el tono monetario expansivo que, en ausencia de presiones inflacionistas, demandan las perspectivas de modesto crecimiento global.

… instrumentado en muchas ocasiones mediante herramientas no estándar dirigidas a incidir directamente sobre los tipos de interés a largo plazo

Durante estos años, los bancos centrales han tenido que ampliar su instrumental con herramientas no convencionales que permitieran profundizar el tono expansivo de sus actuaciones y favorecer su traslación a los costes de financiación que, en última instancia, determinan las decisiones de consumo y de inversión de los agentes económicos. Así, se han desplegado programas de apoyo al crédito, que incidían en mercados relevantes para la financiación del sector privado, y, con los tipos de interés en niveles próximos a su *cota inferior efectiva*[1], los bancos centrales han pasado a gestionar el tamaño y la composición de su balance como un instrumento más de política monetaria a través de los denominados «programas de expansión cuantitativa». Asimismo, de manera complementaria, en el ámbito de la comunicación se han incorporado de manera regular indicaciones explícitas sobre la orientación futura de la política monetaria para afianzar las expectativas de los agentes sobre el curso futuro de los tipos oficiales y del tono de la política monetaria en general[2]. Estas medidas no convencionales inciden directamente sobre los tipos de interés a más largo plazo, creando unas condiciones financieras más proclives al sostenimiento de la demanda agregada y al cumplimiento de los objetivos de política monetaria (véase recuadro 2.1).

En un contexto general de recuperación débil, a pesar de los estímulos monetarios extraordinarios, las crecientes divergencias en el momento cíclico entre las principales economías avanzadas dieron lugar el pasado ejercicio a una diferenciación de la orientación de sus políticas monetarias

A pesar de los estímulos monetarios extraordinarios, la recuperación tras la Gran Recesión está siendo lenta, frágil y desigual en el conjunto de economías desarrolladas. Como se describe en el siguiente epígrafe, el dinamismo económico está resultando más moderado que el observado históricamente en las fases de salida de recesiones, aunque existen diferencias marcadas en intensidad entre regiones. De hecho, durante 2014 aumentaron las divergencias cíclicas entre las principales economías avanzadas, lo que se tradujo en una creciente diferenciación en la orientación de las políticas monetarias, con el inicio en Estados Unidos de una fase de retirada de algunas medidas marcadamente expansivas. En cambio, como se trata en detalle en el epígrafe tercero de este capítulo, el año pasado la recuperación de la eurozona no llegó a consolidarse con la intensidad esperada y la persistente debilidad de la inflación llevó al BCE a iniciar una nueva fase en su actuación. Con los tipos de interés en su límite inferior efectivo, el tamaño y la composición de su

1 El término de «cota inferior efectiva» se refiere al límite de recorrido a la baja de los tipos de interés, referenciada frecuentemente como «cota cero» *(zero lower bound)* en la literatura académica. A nivel práctico, durante la crisis financiera diversos bancos centrales han establecido dicho límite, en lo que respecta a los tipos oficiales, en valores alrededor de cero, que incluyen tipos de interés ligeramente positivos y ligeramente negativos, dependiendo de características institucionales de las diferentes economías.

2 Para mayor detalle sobre la actuación de los bancos centrales en un contexto de tipos de interés próximos a su cota inferior efectiva, pueden consultarse M. Woodford (2012), «Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound», Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 185-288, y J. C. Williams (2014), «Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Putting Theory into Practice», Brookings paper series.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

balance pasaron a convertirse en un instrumento esencial para intensificar el estímulo monetario.

2 Las decisiones de política monetaria en las economías avanzadas en un contexto de divergencias cíclicas

2.1 LA POSICIÓN CÍCLICA DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

La recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión está procediendo con menos dinamismo que en la salida de recesiones anteriores y con diferencias de intensidad entre ellas, diferencias que se acentuaron en 2014...

El proceso de recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión está siendo menos dinámico que en las fases de salida de recesiones anteriores y, además, presenta marcadas diferencias en intensidad entre países. En concreto, la economía de Estados Unidos ha sido la que ha mostrado un ritmo de avance más sostenido, y la británica ha conseguido volver en los dos últimos ejercicios a los registros de crecimiento previos a la crisis (véase gráfico 2.1). En cambio, el área del euro ha crecido de manera moderada, tras experimentar una segunda recesión a raíz de la crisis de deuda soberana. Por su parte, en Japón la evolución del PIB ha venido registrando grandes oscilaciones: inicialmente, como consecuencia de una catástrofe natural y, más tarde, fruto también de las medidas de política económica implementadas.

Estas divergencias en el momento cíclico se acentuaron en 2014. La economía de Estados Unidos recuperó, a partir del segundo trimestre, ritmos de crecimiento del 3 % en promedio, por encima de su potencial. Por su parte, en Reino Unido se consolidó la tendencia de avance sostenido que se había iniciado en 2013, principalmente apoyada en el comportamiento de la demanda interna. Esta evolución contrastó con la desaceleración observada en otras grandes economías, tanto avanzadas como emergentes. Entre las primeras, el área del euro volvió a mostrar registros bajos e inferiores a lo esperado en los trimestres centrales del año, al igual que Japón, en este caso como resultado de la elevación del tipo del impuesto sobre el consumo, que provocó nuevos retrocesos de la actividad. No obstante, estas divergencias se han corregido parcialmente en los primeros compases de 2015, debido, sobre todo, a la desaceleración de la economía de Estados Unidos, propiciada, en parte, por factores de naturaleza transitoria.

... y que también se reflejaron en una disparidad en la evolución de los mercados de trabajo

El comportamiento de la actividad tuvo un claro reflejo en el mercado de trabajo. La creación neta de empleo en Estados Unidos alcanzó el mayor registro desde 1999, superándose los niveles de ocupación previos a la Gran Recesión. De esta forma, la tasa de paro alcanzó el 5,6 % al finalizar el año, cerca de las estimaciones de la tasa de desempleo de equilibrio —que el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) sitúa entre el 5 % y el 5,2 %, tras revisarlas a la baja en sus proyecciones de marzo de 2015—, sin que se detectaran presiones salariales de calado. De igual modo, la tasa de paro continuó mostrando un perfil descendente en Reino Unido, hasta situarse por debajo del 6 %. Por el contrario, el desempleo en el área del euro experimentó una corrección muy leve —de apenas 0,5 puntos porcentuales (pp) a lo largo de los dos últimos años—, permaneciendo en registros superiores al 11 % de la población activa. Un descenso similar se registró en Japón, si bien partiendo de unos niveles mucho más bajos, dado que esta economía se caracteriza por presentar tasas de paro más reducidas y menos sensibles al ciclo.

La ampliación de las divergencias cíclicas se produjo en un contexto de descenso generalizado de la inflación...

Esta ampliación de las divergencias cíclicas tuvo lugar, además, en un contexto de descenso generalizado de la inflación, al que están contribuyendo de manera decisiva la reducción de los precios de las materias primas y, en la segunda mitad del año, la caída abrupta (y, en gran medida, no anticipada) del precio del petróleo. No obstante, se aprecian también diferencias significativas en los niveles de inflación en los países avanzados. En Estados Unidos y Reino Unido, aunque la inflación general descendió sustancialmente en los últimos meses, la subyacente se mantuvo alrededor del 1,5 % y las expectativas a medio plazo parecen ancladas en torno a los objetivos de sus bancos centrales. En cambio, en la zona del euro la inflación general se situó en terreno negativo a final del año, la

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

POSICIÓN CÍCLICA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

GRÁFICO 2.1

PIB REAL. EVOLUCIÓN RECIENTE Y COMPARACIÓN CON CICLOS ANTERIORES

TASA DE DESEMPLEO

TASA DE INFLACIÓN

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
Inflación esperada a cinco años dentro de cinco años. A partir de swaps de inflación.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

FINANCIACIÓN DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
Flujos netos

FUENTES: Datastream, Reserva Federal y Banco Central Europeo.

a Calculada como la evolución media del PIB a partir del máximo cíclico (t=0) para el conjunto de las recesiones registradas en economías avanzadas entre 1970 y 2007.
b Futuros calculados el 27 de mayo de 2015.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

subyacente se mantuvo por debajo del 1 % y ni inversores ni analistas anticiparon en ningún momento del año un retorno más o menos inmediato a registros más cercanos al 2 %. En Japón, cuando se excluyen los efectos del incremento de los impuestos indirectos del segundo trimestre, la inflación retrocedió hasta niveles muy por debajo del objetivo del 2 % del banco central —tanto el índice general como el subyacente—, lo mismo que ocurrió con las expectativas de inflación.

… y vino acompañada de diferencias en el dinamismo de la financiación

Desde el punto de vista de la financiación, las economías avanzadas también han presentado divergencias tras la Gran Recesión. Así, como se ilustra en el panel inferior derecho del gráfico 2.1 para el caso de las empresas no financieras en Estados Unidos, los flujos netos de financiación (tanto la bancaria como la procedente de los mercados) mostraron cierto dinamismo en los últimos años. En cambio, en el área del euro los préstamos bancarios a las empresas no financieras continuaron contrayéndose en 2014, caída que fue compensada por las emisiones de bonos realizadas por las sociedades de mayor tamaño. En Reino Unido se observó un patrón similar de debilidad del crédito bancario, especialmente en el segmento de empresas de menor tamaño.

2.2 LA POLÍTICA MONETARIA EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS FUERA DEL ÁREA DEL EURO

Las diferencias en la posición cíclica de las economías avanzadas dieron lugar a una creciente diferenciación en el tono de sus políticas monetarias

En un entorno general de bajas presiones inflacionistas, las crecientes divergencias cíclicas entre Estados Unidos —y, en menor medida, Reino Unido—, por un lado, y el resto de las principales economías avanzadas —Japón y la zona del euro, de modo destacado—, por otro, se tradujeron en una diferenciación en el tono de sus políticas monetarias (véase gráfico 2.2). En el momento de redactar este Informe, en Estados Unidos y en Reino Unido se anticipa el inicio de la fase de subida de los tipos de interés oficiales como relativamente próximo, si bien la fecha precisa y el ritmo con el que se abordará están aún sujetos a bastante incertidumbre. Por el contrario, en Japón y en el área del euro se han introducido recientemente nuevas medidas de expansión monetaria y no se vislumbra el final del ciclo de política monetaria acomodaticia en un horizonte cercano.

La mejora de la posición cíclica de la economía estadounidense propició el cese de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, tras un proceso de reducción gradual de aquellas…

Ante la mejora de la situación cíclica de la economía estadounidense, en mayo de 2013 la Reserva Federal lanzó ya alguna señal de su intención de reducir gradualmente la intensidad de su estímulo monetario. Tras un período de cierta confusión en los mercados, en la reunión del FOMC de diciembre de 2013 se puso en marcha un proceso de reducción progresiva en el ritmo de compras netas de activos *(tapering),* que fue confirmado en las reuniones posteriores, al hilo del asentamiento gradual de la mejoría en el mercado de trabajo, y que culminó en octubre de 2014.

… y anticipa una próxima elevación de los tipos de interés oficiales…

Por otro lado, en 2014 la tasa de paro se aproximó mucho antes de lo previsto al umbral del 6,5 % que la Reserva Federal venía utilizando como referencia sobre la orientación futura de la política monetaria, en un entorno de elevada incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de paro y su relación con otras variables macroeconómicas. Este rápido descenso se debió en gran medida a la importante e inesperada caída de la tasa de participación y no a la mayor creación de empleo. Ante esta situación, la Reserva Federal abandonó en marzo de 2014 el umbral definido sobre la tasa de paro y pasó a vincular su política de *forward guidance* a una valoración cualitativa que incluía indicadores de condiciones del mercado de trabajo, presiones inflacionistas, expectativas de inflación y estabilidad financiera. Finalmente, con el afianzamiento de la recuperación, la Reserva Federal actualizó en septiembre de 2014 los detalles operativos de su estrategia de salida, haciendo público su nuevo plan de normalización de las condiciones monetarias. Uno de los principales cambios respecto a los principios expuestos en junio de 2011 fue el anuncio de que el primer paso consistirá en la elevación del tipo de interés de los fondos federales desde el mínimo histórico en el que se encuentran (0 %-0,25 %) desde diciembre de 2008, en lugar

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

GRÁFICO 2.2

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS (a)

BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES (b)
Total Activos

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

a Las líneas discontinuas indican las expectativas de tipos de interés a 27 de mayo de 2015.
b Las líneas discontinuas indican la senda esperada a partir de la información proporcionada por los distintos bancos centrales.

de comenzar por una reducción previa del *stock* de activos adquiridos en sus distintas operaciones de *Quantitative Easing (QE)* —que inicialmente se mantendría invariable a través de la reinversión de aquellos títulos que vayan venciendo—.

… si bien existe una elevada incertidumbre en torno a la fecha de comienzo y al ritmo del proceso de subidas del tipo oficial

El FOMC ha señalado que ha habido un notable progreso en la obtención del objetivo de pleno empleo de su mandato dual, pero que aún existe cierto margen de mejora, que se refleja, por ejemplo, en el elevado empleo involuntario a tiempo parcial, la caída de la tasa de participación —más allá de lo justificado por las tendencias demográficas— o la evolución de los salarios —anclada en los últimos años en crecimientos interanuales cercanos al 2 %—. Por el contrario, la inflación se encuentra lejos del objetivo de la Reserva Federal. En este contexto, y teniendo en cuenta el desfase con el que opera la política monetaria, el FOMC ha indicado que la primera subida del tipo de interés de los fondos federales tendrá lugar previsiblemente en la segunda mitad de 2015, si se mantiene el dinamismo en el mercado de trabajo y se confirma que la baja inflación es un fenómeno temporal. Además, más allá del momento en que se produzca este primer incremento, para los agentes económicos resulta más relevante la posterior senda de evolución del tipo de interés oficial. El FOMC ha reiterado que no existe una senda predeterminada y que esta dependerá de la evolución de los datos macroeconómicos. En todo caso, existen riesgos de carácter contrapuesto a la hora de trazar esta senda. Por un lado, al encontrarse el tipo de interés oficial cerca de cero y ser tan grande el balance de la Reserva Federal, algunos autores defienden que esta debería ser especialmente paciente ante el riesgo de que una elevación prematura de tipos pueda contribuir a debilitar la economía cuando no existe margen de maniobra para la política monetaria[3]. En sentido contrario, adoptar una aproximación gradual podría tener efectos indeseables sobre la estabilidad financiera a escala global si los inversores, en un entorno prolongado de bajos tipos de interés, asumen riesgos excesivos en búsqueda de rentabilidad[4].

3 Véase, por ejemplo, C. Evans, J. Fisher, F. Gourio y S. Krane (2015), «Risk Management for Monetary Policy Near the Zero Lower Bound», *Conferencia de Brookings papers on Economic Activity,* marzo de 2015.

4 Véase, por ejemplo, J. Stein (2013), «Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses», discurso pronunciado en el Simposio de Investigación de la Reserva Federal de San Luis de febrero; con mayor generalidad, G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró y J. Saurina (2014), «Hazardous Times for Monetary Policy: what do Twenty-three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?», *Econometrica,* n.º 82, vol. 2, marzo, pp. 463-505, contrastan empíricamente el denominado «canal de toma de riesgo de la política monetaria».

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El dinamismo de la actividad en Reino Unido también apunta a un próximo endurecimiento de la política monetaria del Banco de Inglaterra, si bien no parece inminente

Por su parte, el Banco de Inglaterra —que finalizó en octubre de 2012 su segundo programa de compra de activos— había anunciado en agosto de 2013 que mantendría sin cambios el tipo de interés oficial y el *stock* de activos comprados mientras la tasa de paro no se situara por debajo del 7 %, siempre que se cumplieran ciertas condiciones sobre la inflación y la estabilidad financiera. Sin embargo, el dinamismo de la actividad en Reino Unido, por encima del esperado, vino acompañado de un marcado repunte del empleo y de una escasa respuesta de la productividad, de forma que la tasa de paro se aproximó rápidamente al umbral de referencia. Como en el caso de Estados Unidos, en una situación de elevada incertidumbre en torno a la evolución del mercado laboral, el Banco de Inglaterra también prescindió en febrero de 2014 de la tasa de paro como indicador único del grado de capacidad ociosa, ampliando el conjunto de indicadores de referencia en su política de *forward guidance.* Además, señaló que, antes de elevar el tipo de interés oficial, debía reabsorberse la capacidad ociosa de la economía y que esa subida, cuando se produjese, se realizaría de forma gradual y sin que el tipo de interés llegase a alcanzar el promedio de la etapa anterior a la crisis (5 %). Desde entonces, los mensajes del Banco de Inglaterra han venido a confirmar la intención de retirar el tono acomodaticio de su política monetaria, aunque con una cautela creciente, ligada, en parte, al efecto que pueda tener la apreciación de la libra esterlina en la economía real.

Por el contrario, el Banco de Japón continúa inmerso en un ambicioso programa de estímulo monetario

Por el contrario, el Banco de Japón se hallaba inmerso desde abril de 2013 en un ambicioso programa de estímulo monetario, cuyo objetivo era duplicar su base monetaria hasta finales de 2014 mediante la compra principalmente de títulos de deuda pública japoneses, extendiendo su vencimiento medio. Sin embargo, ante el impacto contractivo mayor de lo anticipado de la elevación del tipo impositivo sobre el consumo en abril de 2014 y el descenso de la inflación (excluido el efecto del propio cambio impositivo), el Banco de Japón, en su reunión de octubre, amplió su programa de expansión cuantitativa en respuesta a la desviación de su objetivo, intensificando el ritmo de las compras desde los 60-70 billones de yenes hasta los 80 billones de yenes anuales por un período indefinido y, en enero de 2015, extendiendo por un año y elevando la cuantía de las facilidades de financiación para fomentar el crédito y el crecimiento.

2.3 LA TRANSMISIÓN ENTRE PAÍSES DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Las medidas de política monetaria en Estados Unidos inciden en otras economías a través de diversos canales, singularmente el del tipo de cambio

Las decisiones de política monetaria en las grandes áreas económicas tienen implicaciones que van más allá de las propias fronteras. En particular, dado el peso de la economía de Estados Unidos, las medidas de la Reserva Federal repercuten, a través del canal comercial, en la actividad y el comercio globales. En efecto, un endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal puede reducir la demanda de importaciones de Estados Unidos, si bien este impacto podría verse contrarrestado por la previsible apreciación del dólar (canal del tipo de cambio). Además, Estados Unidos es una pieza central del sistema financiero internacional y el dólar desempeña el papel de moneda de reserva, por lo que su política monetaria también influye en la evolución de las variables financieras del resto del mundo, fundamentalmente a través de cambios en los precios de los distintos activos y en los flujos de capitales. En concreto, un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal suele conllevar una apreciación del dólar como resultado del mayor atractivo de los activos denominados en dólares, en un contexto de libre movilidad de capitales.

Además de los efectos a través del tipo de cambio, también influyen en los tipos de interés a largo plazo

Del mismo modo, y dado el grado de integración financiera entre los países desarrollados, los tipos de interés a largo plazo del resto de países avanzados tienden a aumentar si así lo hacen en Estados Unidos. La evidencia histórica muestra, no obstante, que los tipos a largo no siempre reaccionan de la manera esperada a las decisiones de política monetaria.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Así, por ejemplo, durante el período 2004-2006, en el que la Reserva Federal elevó su tipo oficial en 425 puntos básicos (pb), los tipos a largo de la deuda soberana apenas se movieron, en el episodio conocido como *conundrum.* Una de las vías por las que las decisiones de política monetaria no convencional afectan a los tipos a largo es a través de su incidencia en las primas de plazo, en parte como consecuencia de la reducción del volumen de activos seguros disponible en los mercados. En este sentido, al igual que las políticas de compras de activos ocasionaron una reducción de la prima de plazo en Estados Unidos que se transmitió al resto de economías desarrolladas y propició, en menor medida, flujos de cartera desde esa economía (transmisión de las condiciones de liquidez), cabe esperar, en principio, que, a medida que la Reserva Federal vaya reduciendo en el futuro el tamaño de su balance, estos efectos se reviertan.

Esta repercusión es especialmente relevante en las economías emergentes…

La transmisión internacional de las medidas monetarias en Estados Unidos es especialmente significativa en las economías emergentes que, en general, son más dependientes de la financiación externa y cuyo endeudamiento está en ocasiones denominado en moneda extranjera, lo que las sitúa en una posición más vulnerable. De este modo, a los efectos comentados en el párrafo anterior derivados de la retirada del estímulo monetario en Estados Unidos, se suma con frecuencia un cambio en el sentimiento inversor hacia las economías emergentes que contribuye a elevar las primas de riesgo de crédito y a intensificar la depreciación cambiaria y el descenso de los precios de los activos de estas economías.

… pero afectan también a otras economías avanzadas, como la del área del euro

La creciente diferenciación del tono de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas ha venido acompañada, por un lado, por una prolongada tendencia apreciatoria del dólar desde comienzos de 2014, que también ha respondido a las divergencias en las perspectivas de crecimiento (véase gráfico 2.3). Dada la importancia de los vínculos comerciales y financieros entre Estados Unidos y la zona del euro, la consiguiente depreciación del euro afecta significativamente a su demanda externa, aunque es preciso tener en cuenta también los efectos de signo contrario asociados a una menor demanda procedente de la economía americana. Por otro lado, se han ampliado los diferenciales en el tramo corto de la curva de rendimiento: el diferencial de tipos entre los bonos soberanos a dos años de Estados Unidos y Alemania se ha ampliado sustancialmente desde marzo de 2014, cuando se situaba en 20 pb (véase tercer panel del gráfico 2.3). El aumento de los diferenciales en los tipos de interés a largo ha sido también muy significativo, con una reducción notable de los tipos a largo en Alemania hasta registros próximos a cero, en un contexto de baja inflación y bajo crecimiento a escala global, en el que los agentes económicos muestran cierta huida hacia la calidad.

Existe gran incertidumbre sobre la magnitud y la dinámica temporal de estos efectos de desbordamiento

En todo caso, existe gran incertidumbre sobre la magnitud y la dinámica temporal de los efectos que se puedan derivar de las divergencias de política monetaria comentadas. Por un lado, es complejo aislar la incidencia sobre la evolución del tipo de cambio dólar-euro y sobre los diferenciales de tipos de interés en ambas áreas, dado que estas variables pueden estar reaccionando también a cambios en otros factores, como la evolución esperada del crecimiento y la inflación o la percepción de riesgo a escala global. Por otro lado, son inciertos también el ritmo y la intensidad de la normalización anticipada de las condiciones monetarias en Estados Unidos. Dejando al margen las decisiones que el FOMC pueda adoptar para reducir el tamaño de su balance, los mercados anticipan un escenario de elevación gradual del tipo de interés oficial en Estados Unidos, que contempla un ritmo de subidas más pausado que el implícito en las proyecciones trimestrales ofrecidas por el FOMC, a pesar de haberse revisado estas a la baja tras su reunión de marzo. Más allá de

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

TIPOS DE CAMBIO Y TIPOS DE INTERÉS

GRÁFICO 2.3

TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS NOMINALES

TIPO DE INTERÉS BONOS A DOS AÑOS

TIPO DE INTERÉS BONOS A DIEZ AÑOS

TIPO DE INTERÉS REAL A UN AÑO (b)

TIPO DE INTERÉS REAL A DIEZ AÑOS (b)

FUENTES: Datastream-Thomson Reuters y Banco de España.

a Economías emergentes vulnerables incluye: Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica.
b Calculados a partir de las expectativas de inflación de los swaps de inflación.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

posibles discrepancias técnicas[5], estas dos sendas evidencian diferencias, bien sea sobre las expectativas de recuperación en Estados Unidos (en términos de crecimiento y/o inflación), o bien sobre la forma en la que los mercados perciben la función de reacción de la Reserva Federal y en qué medida incluye consideraciones de estabilidad financiera.

El curso que tome la política monetaria de la Reserva Federal condicionará, en todo caso, el contexto en el que se desenvolverá la política monetaria de otros bancos centrales

El curso de la política monetaria de la Reserva Federal y las revisiones que provoque sobre la senda esperada de los tipos de interés tendrán, en todo caso, efectos relevantes, adicionales a los ya observados en los últimos meses, no solo sobre los mercados financieros y la economía estadounidenses, sino también sobre el resto del mundo. Para el caso de la zona del euro, en particular, el recuadro 2.2 recoge algunos ejercicios de simulación para ilustrar la magnitud potencial de estos efectos, que serán un condicionante adicional del contexto en el que se desenvolverá la política monetaria del BCE.

3 Una nueva fase en la política monetaria del BCE

Desde el comienzo de la crisis, el BCE ha empleado medidas no convencionales para contrarrestar el funcionamiento deficiente de los canales de transmisión de la política monetaria

Desde el comienzo de la crisis, el BCE ha hecho uso de medidas de carácter no convencional que, junto con las innovaciones introducidas en la política de comunicación, han servido de complemento a las decisiones sobre el nivel de los tipos de interés oficiales. Hasta bien entrado 2014, esta actuación no convencional tuvo como objetivo principal contrarrestar el funcionamiento deficiente de los canales de transmisión monetaria que transcurren a través del crédito, interviniendo en mercados particularmente relevantes para la financiación de empresas no financieras y familias o de las propias entidades bancarias, dado que estas desempeñan un papel protagonista en la intermediación financiera. Ejemplos de dichas acciones han sido la creciente generosidad en la provisión de liquidez —pasando a realizar una adjudicación plena de los fondos que las entidades demandaban, tanto en las operaciones ordinarias como en las nuevas facilidades de financiación con plazos de vencimiento extraordinarios— o los diversos programas de compras de activos por importes acotados y en mercados de financiación relevantes, que se pusieron en marcha desde los primeros momentos de la crisis. Estas actuaciones repercutieron en la composición y el tamaño del balance del Eurosistema, si bien lo hicieron indirectamente, como respuesta pasiva a las necesidades de liquidez del sistema bancario.

En 2014, el BCE inauguró una nueva fase de actuación, en la que el tamaño y la composición de su balance se convertirían en un instrumento primordial de la política monetaria

En la segunda mitad de 2014, el BCE tuvo que ampliar su instrumental de política monetaria, condicionado por la materialización de riesgos que afectaron negativamente al escenario macroeconómico y al anclaje de las expectativas de precios. Con los tipos de interés oficiales en su límite inferior efectivo, estas circunstancias determinaron que el BCE iniciara a mediados del año una nueva fase de actuación en la que el tamaño y la composición de su balance se convertirían en los protagonistas principales de los nuevos impulsos expansivos. Como se ha analizado en el epígrafe anterior, estas innovaciones se produjeron, además, en un contexto de divergencias cíclicas entre la eurozona y otras economías desarrolladas, en particular la estadounidense, lo que planteaba importantes retos.

3.1 EL DETERIORO DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO E INFLACIONISTA

Hacia finales de la primavera de 2014, los indicadores adelantados confirmaron que la recuperación económica en el área del euro perdía vigor, tras solo cuatro trimestres de crecimiento muy moderado. La esperada mejora de la inversión no acababa de materializarse, debilitada por el deterioro de la confianza empresarial. Simultáneamente, el consumo

5 Algunas de las diferencias técnicas se refieren a que las proyecciones del FOMC son modales y también representan el punto de vista de cada miembro sobre la política monetaria apropiada y no necesariamente sobre la más probable, mientras que en el caso del mercado es una media y tienen en cuenta escenarios ponderados por la probabilidad de ocurrencia. Adicionalmente, los precios de mercado incluyen algunas primas y, por tanto, no representan expectativas puras.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ZONA DEL EURO: ACTIVIDAD ECONÓMICA Y PRECIOS

GRÁFICO 2.4

FUENTES: Comisión Europea, *Consensus,* Eurobarómetro, Eurostat, Fondo Monetario Internacional, OCDE, SPF y Banco Central Europeo.

a Máximo y mínimo de las previsiones disponibles (Eurosistema , CE, OCDE, FMI, *Consensus,* Eurobarómetro y SPF) con menos de dos meses de antigüedad. BMPE/MPE se refiere a los ejercicios de previsión del Eurosistema y del BCE, respectivamente.

La recuperación económica en la eurozona no llegó a consolidarse con la intensidad esperada…

mantenía la atonía en un contexto de elevado endeudamiento de las familias y evolución contenida de su renta disponible. Tampoco la demanda externa parecía proporcionar el empuje suficiente, ya que el comercio mundial mostraba una fragilidad mayor que en anteriores recuperaciones.

… lo que provocó una revisión de las perspectivas de crecimiento para el período 2014-2016

A lo largo del verano, los diversos organismos internacionales y los analistas privados procedieron a corregir a la baja sus perspectivas de crecimiento para el período 2014-2016, revisiones que afectaron a la mayoría de los países y de los componentes del gasto (véase gráfico 2.4). Las nuevas previsiones conformaban un escenario de recuperación muy moderada, a pesar de la depreciación del tipo de cambio, el abaratamiento del crudo y los progresos realizados en el ámbito de la consolidación fiscal, que permitían mantener un tono más neutral de la política fiscal. Apoyadas en el tono expansivo de la política monetaria, las condiciones financieras también habían tendido a relajarse, con una importante corrección en los diferenciales soberanos, si bien persistían ciertas divergencias por países en los costes de la financiación minorista. En conjunto, el débil crecimiento proyectado resultaba insuficiente para reducir de forma significativa la brecha de producción *(output gap)* y los elevados niveles de desempleo. Las tensiones geopolíticas que afectaban a

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

RIESGOS SOBRE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS A MEDIO PLAZO GRÁFICO 2.5

SENSIBILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO A LAS VARIACIONES DE LAS EXPECTATIVAS A CORTO PLAZO
Promedio de los coeficientes (a)

BALANCE DE LOS RIESGOS SOBRE LA ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS (b)

FUENTE: Banco de España.

a Se considera una regresión cuya variable dependiente son las expectativas de inflación a largo plazo (inflación a cinco años dentro de cinco años) y se presenta el coeficiente estimado de la variable de expectativas de inflación a corto plazo (inflación a un año dentro de un año). Las expectativas se obtienen de los swaps de inflación. Las estimaciones se realizan en ventanas de cinco años con datos diarios desde 2005 y se representa el promedio del coeficiente para los dos períodos de referencia. El aumento del coeficiente es un resultado robusto a distintas especificaciones y métodos de estimación, en linea con la literatura disponible, si bien, la magnitud es sensible a estos elementos.
b. El indicador se construye siguiendo Kilian y Manganelli (2008) para una parametrización de la estabilidad de precios definida por el intervalo (1,8 %-2 %). La probabilidad de que la inflación se sitúe fuera de este intervalo se calcula a partir de las cotizaciones de opciones y swaps de inflación siguiendo la metodología de Gimeno, R y A. Ibáñez (2015).

diversas áreas de importancia estratégica para la Unión Europea representaban, además, un riesgo a la baja adicional sobre este escenario.

También se produjo un deterioro de las perspectivas de precios…

Por su parte, desde mediados de 2013 la inflación sorprendía con una tendencia decreciente más intensa de lo que se anticipaba. Parte de este comportamiento se debía al descenso de los precios de la energía y de los alimentos, pero la moderación en la pauta que seguían los precios resultaba generalizada por componentes y por países. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) llegó a situarse a finales de 2014 y en los primeros meses de 2015 en tasas negativas, mientras que el IPSEBENE, que excluye los componentes más volátiles del cálculo de la tasa de inflación, estabilizó su tasa de crecimiento anual en registros del 0,6 %-0,8 %, muy alejados también de la referencia del 2 %.

… que aumentaban el riesgo de que la baja inflación se mantuviera durante un período de tiempo excesivamente prolongado

Las perspectivas de una mayor debilidad económica y las sorpresas negativas sobre la evolución de los precios se tradujeron también en recortes significativos de las proyecciones de inflación para el período 2014-2016, como se muestra en el panel inferior derecho del gráfico 2.4. Más allá de estos horizontes de previsión, los indicadores disponibles de expectativas de inflación señalaban que el retorno a tasas más compatibles con el objetivo de estabilidad de precios requeriría un período excesivamente prolongado. Particularmente preocupante resultaba el hecho de que el componente no esperado en la evolución de los precios *(sorpresas),* que deprimía las expectativas de inflación a corto plazo, erosionase también las perspectivas a medio y largo plazo, a diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores, como en 2008-2009. En este sentido, como se ilustra en el gráfico 2.5, se produjo un aumento significativo de la sensibilidad de los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo a los cambios en la inflación prevista a más corto plazo, lo que era indicativo de la aparición de riesgos de desanclaje de las perspectivas de inflación a largo plazo con respecto a los niveles de referencia del banco central[6].

6 Véase E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altimari y D. Rodríguez-Palenzuela (2003), *Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations,* Documentos de Trabajo, n.º 273, Banco Central Europeo.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

De la misma manera, el predomino de los riesgos a la baja sobre la inflación se fue intensificando. Para ilustrarlo, el panel derecho del gráfico 2.5 presenta un indicador del *balance de los riesgos* sobre el objetivo de estabilidad de precios[7] —definido a efectos prácticos por un intervalo para la tasa de inflación a medio plazo de entre el 1,8 % y el 2 %—. Esta medida se construye a partir de las expectativas de inflación «a dos años dentro de dos años» que se extraen de las cotizaciones diarias de instrumentos financieros derivados[8]. La magnitud del indicador depende no solo de la probabilidad de que la inflación se sitúe fuera del intervalo, sino también de la dimensión de la posible desviación, incorporando, así, los mayores costes, que para un banco central podrían acarrear desviaciones de gran tamaño. Un valor negativo del *balance de los riesgos* se asocia con el predominio de riesgos de que la inflación se sitúe por debajo del intervalo definido para la estabilidad de precios. Como se observa en el gráfico 2.5, el indicador se situó en registros negativos a lo largo de 2014, con una caída que se intensificó en la segunda mitad del año.

3.2 LA ACTUACIÓN DEL BCE

El deterioro de las perspectivas macroeconómicas condujo al BCE a intensificar el carácter expansivo de la política monetaria, con la introducción entre junio y septiembre de un primer paquete de medidas que incluyó…

El escenario descrito de inflación demasiado baja, riesgos de desanclaje de las perspectivas de inflación y pérdida de vigor de la recuperación económica desencadenó por parte del BCE nuevas decisiones de relajación monetaria, condicionadas también por el funcionamiento todavía deficiente del mecanismo de transmisión, que impedía que los impulsos expansivos provenientes de la política monetaria se trasladasen de forma suficientemente homogénea al conjunto de sectores y de países del área. Así, entre junio y septiembre de 2014 el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un paquete de medidas dirigidas a intensificar esos impulsos y a mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión.

… el recorte de los tipos oficiales hasta su límite inferior efectivo…

En primer lugar, el BCE recortó los tipos de interés oficiales hasta agotar de manera efectiva el margen de maniobra convencional de la política monetaria. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación —que permanecía en el 0,25 % desde noviembre de 2013— se redujo en dos ocasiones, hasta conducirlo al nivel mínimo del 0,05 %. Por su parte, la remuneración de la facilidad de crédito se redujo 45 pb, hasta situarla en el 0,30 %, mientras que la de la facilidad de depósito —en el 0 % desde julio de 2012— se situó en tasas negativas del –0,20 %. Estos descensos restauraron la simetría del corredor de tipos que forman ambas facilidades, cuya amplitud, además, se estrechó con el objetivo de limitar la volatilidad de los tipos de interés a muy corto plazo en los mercados monetarios y amplificar de este modo su capacidad de señalización del tono deseado de la política monetaria.

… la renovación de las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, junto con otras medidas de incremento de la trasparencia…

En segundo lugar, el Consejo renovó sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, subrayando que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles mínimos alcanzados durante un período prolongado. Esta práctica se había introducido como novedad en la política de comunicación del BCE en julio de 2013, en un momento en el que la incertidumbre sobre la estrategia de retirada de estímulos de la Reserva Federal generaba volatilidad y presiones al alza sobre los tipos de interés de los mercados monetarios. De esta manera, se trataba de afianzar las expectativas de los agentes sobre el curso futuro de los tipos oficiales y del tono de la política monetaria en general. A diferencia de la formulación del *forward guidance* en Estados Unidos o Reino Unido, el BCE no proporciona una referencia temporal concreta, ni vincula el nivel de los tipos al comportamiento de alguna variable macroeconómica, sino que la evolución futura de los

7 Para una descripción general del concepto de *balance de los riesgos* y de la metodología, véase L. Kilian y S. Manganelli (2008), «The Central Banker as a Risk Manager: Estimating the Federal Reserve's Preferences under Greenspan», *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 40, n.º 6.

8 Véase R. Gimeno y A. Ibáñez (2015), *The eurozone (expected) inflation: An option's eyes view,* Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

tipos de interés oficiales se condiciona a las perspectivas inflacionistas del área. La mayor transparencia en relación con los planes del Consejo de Gobierno sobre el curso de la política monetaria continuó siendo clave también en el ámbito de la política de provisión de liquidez. Así, en junio de 2014 anunció una nueva ampliación del sistema de subastas a tipo fijo y plena adjudicación hasta al menos finales de 2016. Se intentaba de este modo afectar al tramo más largo de la curva de tipos de interés de los mercados monetarios, limitando también los efectos sobre ella del vencimiento a finales de 2014 y principios de 2015 de las operaciones de liquidez a largo plazo —conocidas como «VLTRO»— que el BCE había llevado a cabo hacía tres años.

En el terreno de la comunicación también, el Consejo de Gobierno anunció la publicación, a partir de enero de 2015, de reseñas de sus discusiones de política monetaria y decidió ampliar de dos a tres años el horizonte temporal de los ejercicios trimestrales de proyecciones macroeconómicas.

… y la introducción de una nueva facilidad de financiación a largo plazo vinculada a la evolución de la cartera de préstamos de los bancos (TLTRO), así como dos programas de compras de deuda privada

Finalmente, las decisiones de política monetaria se completaron con dos medidas adicionales dirigidas a combatir la debilidad que mostraba el crédito bancario y los riesgos que se derivaban para la recuperación de la economía del área del euro. Por una parte, en junio se introdujo una nueva facilidad de financiación a más largo plazo, de hasta cuatro años, vinculada a la concesión de determinados préstamos al sector privado y conocida como «TLTRO», por sus siglas en inglés. En septiembre, además, el Consejo del BCE aprobó dos nuevos programas de compras de deuda privada —el CBPP3 y el ABSPP, por sus siglas en inglés—, que se dirigirían, respectivamente, a bonos bancarios garantizados, como las cédulas (o *covered bonds),* y a valores procedentes de titulizaciones (ABS). En este último caso, las adquisiciones serían exclusivamente de titulizaciones simples y transparentes, cuyo activo subyacente fueran créditos de empresas y familias de la zona del euro.

Las TLTRO se diseñaron de manera específica para combatir la debilidad del crédito bancario...

Con las TLTRO los bancos podrían beneficiarse de una financiación con un coste reducido y a un plazo de vencimiento largo —de hasta cuatro años—, de manera similar a las operaciones de financiación a muy largo plazo (VLTRO) implementadas en el pasado. Sin embargo, el diseño de las TLTRO incluía dos elementos diferenciales que resultan claves para el objetivo de lograr una relajación de las condiciones de acceso al crédito para las empresas y las familias. Por un lado, el volumen de fondos prestables se vinculó al tamaño de la cartera de préstamos de cada entidad —excluyendo los otorgados a hogares para la adquisición de vivienda— y a su evolución positiva durante el período de vigencia del programa. Este segundo elemento, cuyo incumplimiento supondría la devolución anticipada de los fondos dos años antes del vencimiento del programa, tiene por objeto incentivar la oferta de crédito al sector privado de la economía y, en particular, a las pequeñas y medianas empresas. Por otra parte, el tipo de interés de las TLTRO sería fijo hasta el vencimiento de la operación y, por tanto, independiente de la evolución del tipo de interés oficial, lo que en definitiva viene a reforzar las orientaciones del Consejo de Gobierno de que los tipos de interés se mantendrán en los niveles reducidos alcanzados durante un tiempo prolongado. Concretamente, el tipo de interés de las TLTRO sería equivalente al de las operaciones principales de financiación (OPF) en el momento de la operación más 10 pb, diferencial este último que se eliminó en enero de 2015.

… y sus efectos se verían reforzados con los programas de compras de bonos bancarios garantizados y de titulizaciones

Por su parte, los dos programas de compras de bonos bancarios y titulizaciones de activos (CBPP3 y ABSPP), con un período de vigencia inicial de dos años, constituían un complemento a las TLTRO. Dirigidos específicamente a instrumentos privados vinculados a los mercados de financiación bancaria, las intervenciones del BCE contribuirían a reducir los costes de financiación de las entidades, con el doble objetivo de mejorar la transmisión

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

GRÁFICO 2.6

FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

a Las líneas verticales granates indican la celebración de las TLTROs, y la línea negra el inicio del programa de compras incluyendo valores de deuda pública PSPP *(Public Sector Purchase Programme).* Para la extrapolación, el último valor observado del balance se incrementa mensualmente considerando adquisiciones de valores por valor de 60 mm de euros mensuales hasta septiembre de 2016 y manteniendo el ritmo observado de reducción de la cartera de valores de los programas inactivos (SMP, CBPP y CBPP2).
b Se considera la variación en torno a los Consejos de Gobierno del BCE de mayo, junio, septiembre y enero, utilizando una ventana de dos días.
c Estimada a partir del precio de las opciones y swaps sobre la inflación.

del tono expansivo de la política monetaria y facilitar la provisión de crédito a las empresas y familias. En el caso del programa ABSPP, su efectividad dependería crucialmente de la recuperación del mercado de titulizaciones, cuya actividad se encontraba paralizada por el estigma derivado del papel que desempeñaron las titulizaciones complejas y opacas en el origen de la crisis financiera global de 2008 y también como consecuencia de la incertidumbre regulatoria[9]. El mercado de titulizaciones de elevada calidad se consideraba clave, no solo como fuente de financiación bancaria, sino también para facilitar que el ahorro colocado en entidades no bancarias se dirija a la financiación de la actividad económica.

El BCE inició así una nueva fase de la política monetaria

Las medidas adoptadas entre junio y septiembre abrieron una nueva fase de la política monetaria del BCE, en la que, agotado el recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales,

9 Relacionada, por ejemplo, con el tratamiento de las titulizaciones en la determinación de los requisitos de capital y de liquidez de las entidades financieras.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CONDICIONES FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 2.7

FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

dirigida a una gestión activa del tamaño y composición de su balance…

el énfasis se dirigió al tamaño y a la composición del balance (véase gráfico 2.6). De hecho, en noviembre de 2014 el Consejo de Gobierno del BCE anunció su intención de expandir el tamaño del balance hasta los niveles máximos alcanzados en marzo de 2012 y señaló que existía unanimidad en su seno para adoptar medidas no convencionales adicionales en caso de que fuesen necesarias.

… que tuvo efectos positivos sobre las condiciones financieras…

El anuncio y la puesta en marcha de estos programas, así como la intención del Consejo de adoptar medidas adicionales en caso necesario, tuvieron efectos positivos en los mercados financieros, con caídas generalizadas en la rentabilidad de los instrumentos de deuda, así como en los tipos de interés de las operaciones nuevas del crédito bancario, que fueron más intensas en los países que se habían visto más afectados por la fragmentación de los mercados financieros del área y que, por tanto, soportaban costes de financiación más altos (véase gráfico 2.7). Los préstamos bancarios también mostraron señales de cierta recuperación, aunque todavía modesta. Otros factores que también contribuyeron a la mejora de las condiciones de financiación fueron la publicación de los resultados de la Evaluación Global del Sector Bancario y la puesta en marcha con éxito del Mecanismo Único de Supervisión, un factor coadyuvante en la restauración del correcto funcionamiento del sistema bancario y la re-integración de los mercados financieros en la UE.

La efectividad de las TLTRO dependía de la demanda de fondos deseada por las entidades, que en las dos primeras operaciones resultó situarse en el rango inferior de las ex-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

pectativas iniciales. De las ocho subastas previstas, las dos primeras se celebraron en septiembre y diciembre de 2014, con una adjudicación de fondos en torno a 212 mm de euros, fondos que en parte estarían destinados a atender el vencimiento de las VLTRO que el BCE había llevado a cabo hacía tres años. Por su parte, los programas de compra de activos privados comenzaron a ejecutarse en el último trimestre del año y las adquisiciones resultaron también limitadas —inicialmente, por el propio tamaño de estos mercados y, después, por su escaso grado de recuperación—. Las compras, tanto en mercados primarios como en secundarios, alcanzaban, al cierre de este capítulo del *Informe Anual,* los 83 mm de euros en el caso de los bonos bancarios garantizados y algo más de 6 mm en el de las titulizaciones.

… si bien el impulso resultó insuficiente para contrarrestar los riesgos sobre la estabilidad de precios…

El paquete de medidas adoptado entre junio y septiembre no logró cimentar en los agentes una percepción de que el impulso monetario era suficiente para apuntalar la recuperación económica y alejar las perspectivas de un período prolongado de inflación apartado del objetivo de medio plazo. Las medidas adoptadas no parecían provocar una expansión del balance con la potencia suficiente para alcanzar los niveles deseados y los indicadores de expectativas de inflación a medio plazo no revertían su comportamiento y continuaban retrocediendo en tándem con las sorpresas negativas de precios que se venían acumulando desde el verano. Como se ilustra, por ejemplo, en la evolución que tuvo el indicador de *balance de los riesgos* recogido en el gráfico 2.5, las perspectivas de desviaciones a la baja en la evolución de la inflación a medio plazo se intensificaron notablemente. La existencia de riesgos significativos de desanclaje de dichas expectativas, en un contexto en el que la recuperación económica perdía impulso, hizo necesaria la adopción de nuevas medidas, como se había comprometido el Consejo de Gobierno.

… lo que llevó al BCE a ampliar el programa de compra de activos con la inclusión de valores de deuda pública y el propósito de realizar adquisiciones por valor de 60 mm de euros mensuales hasta, al menos, septiembre de 2016

En enero de 2015, el BCE extendió el programa de compra de activos para que este pudiera incluir valores del sector público, con el propósito de que el total de adquisiciones mensuales pudiera ascender a 60 mm de euros a partir de marzo. La extensión incluye bonos emitidos por Gobiernos de la eurozona —con criterios singulares para los países sujetos a programa—, así como instituciones y agencias europeas, con vencimientos que podrían llegar a los treinta años. Las compras se prolongarán, al menos, hasta septiembre de 2016, lo que deberá permitir alcanzar el objetivo de expandir el balance del Eurosistema hasta los niveles de marzo de 2012, como se ilustra en el panel superior derecho del gráfico 2.6. No obstante, la finalización del programa en dicha fecha está condicionada a que la inflación haya retomado una senda compatible con el objetivo de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno decidió también establecer un régimen de distribución parcial de los riesgos financieros derivados de este programa. Así, de la cartera de valores públicos solo se compartirá el 20 % de los riesgos: concretamente, el total de los que pudieran surgir de los valores de instituciones europeas —que representarán el 12 % del total de compras de valores públicos— y una parte de los vinculados a valores nacionales —la equivalente al 8 % del total de las compras de valores públicos, que será la que adquiera directamente el BCE—.

Dados sus niveles de partida, la transmisión del programa a través de su impacto directo sobre el precio de los activos adquiridos será previsiblemente limitada, siendo otros canales, como el de recomposición de

El programa extendido de compra de valores tiene por finalidad garantizar el cumplimiento a medio plazo del objetivo de estabilidad de precios y facilitar la recuperación económica del área del euro. Como muestra el recuadro 2.1, los efectos de los programas de compra de valores a gran escala discurren a través de tres canales principales. En primer lugar, las compras tendrán un impacto directo sobre el precio de los activos adquiridos, que será, necesariamente, más limitado en los instrumentos de deuda que presentaban una baja rentabilidad incluso ya antes del anuncio del programa. Cabe esperar, en cambio, una

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

carteras o el de expectativas, los que están llamados a desempeñar un papel clave

mayor importancia de otros canales de transmisión. Así, por una parte, las adquisiciones propiciarán un proceso de recomposición de carteras que aumentará la demanda y el precio de activos sustitutos, incluidos activos en moneda extranjera, lo que incidirá sobre la evolución del tipo de cambio. En general, la reducción en el coste de la financiación y el incremento de la riqueza financiera favorecerán la demanda agregada. Además, la literatura disponible también identifica un canal de señalización particularmente potente, que afianzaría las expectativas de que la política monetaria seguirá siendo laxa durante un período largo.

El anuncio y la puesta en marcha del programa de compra de valores ampliado intensificaron la mejora de las condiciones financieras, contribuyeron a la depreciación del euro y provocaron una incipiente corrección de las expectativas de inflación

El anuncio y la puesta en marcha del programa de compra de valores ampliado acentuaron el carácter marcadamente expansivo del que partían las condiciones financieras —a pesar de las complejidades e incertidumbres que introdujeron las elecciones en Grecia de cara a la resolución del segundo programa de asistencia—. Para ilustrarlo, el panel inferior izquierdo del gráfico 2.6 recoge el comportamiento de una selección de variables financieras en los días anteriores y posteriores a la celebración de los Consejos de Gobierno del BCE. En particular, el tipo de cambio del euro intensificó la tendencia depreciatoria que venía observando y, como se ilustra en el panel inferior derecho del gráfico 2.6, las expectativas de inflación a medio plazo iniciaron una suave corrección. Así, tras las nuevas medidas, se produjo un aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe a medio plazo en un rango de valores más compatible con el objetivo de política monetaria —por debajo, pero cerca del 2 %—, lo que queda recogido con el desplazamiento de la función de probabilidad estimada a partir de la información de opciones y *swaps* sobre inflación[10].

3.3 LOS RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las previsiones apuntan a que la zona del euro continuará su trayectoria de recuperación moderada y que la tasa de inflación retornará gradualmente a valores más próximos a la referencia del 2 %

Los análisis disponibles coinciden en anticipar que el área del euro continuará su trayectoria de recuperación moderada en 2015, lastrada todavía por los elevados niveles de endeudamiento que constituyen el legado de la crisis y por la persistencia de elementos de incertidumbre a escala tanto interna como externa. Esta trayectoria, algo más dinámica que la esperada hace unos meses, se acelerará a lo largo del año y en 2016 como resultado de la acción del conjunto amplio de factores que en estos momentos empujan el crecimiento. En primer lugar, la caída del precio del petróleo ha producido un incremento en términos reales de la renta disponible y del gasto en consumo de las familias, en un contexto en el que el tono de la política fiscal es neutral. En segundo lugar, las medidas de política monetaria y su mejor transmisión están propiciando un alivio de las condiciones financieras, que deberá traducirse eventualmente en una mayor inversión empresarial. Finalmente, la depreciación del tipo de cambio del euro contribuye a incrementar los niveles de competitividad y, por consiguiente, deberá tener un impacto favorable sobre la demanda exterior neta. Resulta previsible también que la tasa de inflación —que ha permanecido en territorio negativo durante los primeros meses de 2015— retome de forma gradual cifras más próximas al objetivo de medio plazo de la política monetaria, en un contexto de absorción muy lenta de la brecha de producción y de los altos niveles de desempleo prevalentes.

Garantizar que la inflación retome una senda más compatible con el objetivo de estabilidad de precios en el período más breve posible constituye el principal reto para la política monetaria del BCE

Garantizar la perspectiva de retorno gradual de la inflación a valores próximos a la referencia del 2 % constituye, en estas condiciones, el principal reto para la política monetaria del BCE. La prolongación de una tasa de inflación excesivamente baja, alejada del objetivo de medio plazo, constituiría un freno adicional a la demanda agregada, ya de por sí relativamente débil, al incrementar en términos reales el coste de la financiación y la carga de la deuda, lo cual dificultaría a su vez los procesos de desapalancamiento en que se hallan inmersos muchos países del área. En un contexto en el que el margen de actuación de las políticas de demanda es limitado, dicha perspectiva incrementaría también la actual vulnerabilidad de la economía a posibles perturbaciones deflacionarias y pondría en riesgo el

10 La metodología de estimación es la de R. Gimeno y A. Ibáñez (2015). Véase nota 8.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

correcto anclaje de las expectativas de inflación, así como la propia credibilidad del objetivo de la política monetaria. Un escenario de inflación excesivamente moderado, además, complicaría aún más el proceso de reabsorción de los desequilibrios de competitividad en marcha en los países del área del euro, alargándolo en el tiempo, ya que —en presencia de rigideces nominales— dificulta el ajuste de los salarios reales.

El paquete de medidas adoptadas por el Consejo contribuirá a preservar la credibilidad del objetivo de medio plazo de la política monetaria

El paquete de medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en la segunda mitad de 2014, y que culminó con el anuncio de la extensión del programa de adquisición de activos en enero de 2015, ha propiciado una mejoría significativa de las condiciones de financiación para familias y empresas no financieras y ha permitido (sobre todo, esta última iniciativa) una cierta corrección en las expectativas de inflación a medio plazo. En las condiciones actuales, resulta prioritario preservar la credibilidad del objetivo de medio plazo de la política monetaria. Las experiencias recientes de otros bancos centrales demuestran que la política monetaria no se queda sin instrumentos una vez agotado el recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales y que programas como el de compras de activos a gran escala pueden ser una herramienta eficaz en dichas circunstancias, si bien su calibración está sujeta ciertamente a mayores incertidumbres[11]. Para asegurar dicha eficacia, resulta esencial garantizar el correcto funcionamiento de los canales de transmisión, evitando que se repitan los episodios de inestabilidad financiera que, potenciados por un diseño imperfecto de la gobernanza del área del euro, bloquearon gravemente la acción efectiva de la política monetaria en el pasado reciente.

El previsible inicio del proceso de *normalización* de los tipos de interés a corto plazo en otras economías desarrolladas (principalmente, en Estados Unidos) introduce también algunas incertidumbres sobre sus efectos en el resto de economías, y en el área del euro en particular

El contexto internacional —y, muy en particular, el ya comentado (previsible) inicio del proceso de *normalización* de los tipos de interés a corto plazo en Estados Unidos— introduce también algunas incertidumbres. La experiencia histórica enseña que cabe esperar que un endurecimiento de la política monetaria americana tienda a tensionar las condiciones financieras en el área del euro, particularmente si los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos fueran a verse muy afectados. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE deberá permanecer vigilante, subrayando en su política de comunicación aquellos aspectos que ayuden a los agentes económicos a comprender mejor los distintos momentos cíclicos en que se hallan ambas economías y a reforzar la credibilidad de su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios.

Finalmente, garantizar de forma sostenible la recuperación de la actividad, la inversión y el empleo en el área del euro exigirá también el apoyo del resto de políticas económicas

Finalmente, en las actuales circunstancias, garantizar de forma sostenible la recuperación de la actividad, la inversión y el empleo en el área del euro exigirá también que las restantes políticas económicas —particularmente, en los ámbitos fiscal, estructural y de reforzamiento del marco institucional de la UEM— apoyen la acción decidida de la política monetaria[12]. Así, la política fiscal deberá utilizar los márgenes de maniobra que permite el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, dependiendo de la situación de las finanzas públicas en cada uno de los países, para sostener una acción estabilizadora que favorezca el dinamismo económico. Del mismo modo, la continuidad del impulso reformador —especialmente, el que se dirige a los mercados de productos y de factores y a mejorar el entorno empresarial— constituye también un elemento clave para una recuperación sostenida de la actividad y del empleo, que debería venir impulsado además por la aplicación efectiva y la mejora del actual marco de gobernanza europeo.

11 Veáse, por ejemplo, S. B. Aruoba (2014), *Term Structures of Inflation Expectations and Real Interest Rates: The Effects of Unconventional Monetary Policy,* Research Department Staff Report 502, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

12 En el capítulo 4 de este *Informe Anual* se discute en detalle, para el caso de la economía española, el papel complementario que desempeñan las políticas monetaria, fiscal y de reformas estructurales para facilitar los procesos de ajustes de desequilibrios preexistentes que se están produciendo en el área del euro.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

La Gran Recesión ha puesto de manifiesto las dificultades a las que tiene que hacer frente la política monetaria en situaciones en las que resulta necesario introducir estímulos monetarios adicionales cuando los tipos de intervención se sitúan ya en un nivel cercano a su límite inferior efectivo. En respuesta a este reto, las autoridades monetarias han introducido diversas medidas de carácter no convencional que persiguen lograr unas condiciones financieras más proclives al cumplimiento de sus objetivos. En particular, los instrumentos empleados han sido de dos tipos. En primer lugar, como se comenta en el texto principal, el uso regular de orientaciones explícitas sobre la evolución futura de los tipos de intervención[1]. Mediante esta estrategia, denominada *forward guidance* en la literatura anglosajona, se persigue incidir sobre la formación de expectativas de los agentes, presionando a la baja los tipos a largo plazo y, por tanto, afectando a la pendiente de la curva de rendimientos. En segundo lugar, los bancos centrales han recurrido a compras, en ocasiones a gran escala, de activos privados y públicos.

En este recuadro se analizan los canales de transmisión a través de los que actúa este segundo instrumento, así como su efectividad en un contexto en el que la política monetaria ha agotado su margen de maniobra convencional. Para ello se presentan en los gráficos adjuntos diversas simulaciones realizadas con un modelo calibrado para la zona del euro en el que la presencia de restricciones financieras que limitan la capacidad de endeudamiento de los agentes (y, en particular, de los bancos) es un elemento medular[2]. Este ejercicio considera una recesión causada por una perturbación originada en el sector financiero —un deterioro en la calidad de los activos en los balances de los bancos— que produce una caída del PIB y de la inflación que, en el escenario central (línea verde en los gráficos), llega a ser de más de 6 pp y 3 pp, respectivamente.

La transmisión de esta perturbación a la economía se produce a través de diversos canales. En primera instancia, el deterioro de los activos bancarios reduce el valor del capital de los bancos e incrementa el ya de por sí inicialmente elevado grado de endeudamiento de las entidades, que se ven forzadas a desapalancarse, vendiendo activos a precios muy inferiores a los de adquisición. Las ventas *a saldo* actúan como un mecanismo amplificador de la perturbación inicial, produciendo nuevos descensos del precio de los activos, pérdidas patrimoniales adicionales para las entidades, e incrementos de sus costes de financiación que eventualmente se trasladarán al coste del crédito, con efectos contractivos sobre la inversión productiva, el consumo y, en definitiva, la demanda agregada y la actividad. Estas interacciones, además, se realimentan, ya que el empeoramiento de las perspectivas económicas vuelve a reducir el valor de los activos y a debilitar la situación patrimonial de los bancos, amplificando la profundidad y la duración de la recesión.

Típicamente, la respuesta convencional de la política monetaria a esta concatenación de circunstancias (línea roja discontinua en los gráficos) consistiría en reducir agresivamente el tipo de interés de corto plazo, compensando parcialmente la subida de los costes de financiación y limitando, por tanto, el impacto sobre la demanda agregada. Ello permitiría, a su vez, mitigar el efecto amplificador negativo que la caída de la actividad tiene sobre el balance de los bancos. En la realidad, sin embargo, este escenario hipotético no es factible, puesto que la capacidad de actuación de la autoridad monetaria puede verse restringida porque el recorrido a la baja del tipo de interés tope con su cota inferior efectiva, como sucede en este ejercicio tan solo tres trimestres después de la perturbación original. La existencia de esta restricción a la actuación contracíclica de la política monetaria exacerba el incremento de los costes de financiación y deprime en mayor medida la demanda agregada, generando una recesión bastante más profunda y duradera. De acuerdo con la simulación —línea verde en los gráficos 3 y 4—, el PIB y la inflación retrocederían en este escenario central, respectivamente, un 0,75 % y un 1 pp más de lo que lo harían en caso de que la cota al recorrido a la baja de los tipos de interés no fuera efectiva, mientras que el coste de financiación aumentaría un 1 pp más.

Para superar estos obstáculos, el banco central tiene a su disposición otros instrumentos no convencionales, como sería la compra, a gran escala si es necesario, de activos en manos del sector privado no financiero. La línea azul continua en los gráficos representa un escenario alternativo en el que la autoridad monetaria aplica un programa de expansión cuantitativa de dimensión suficiente como para compensar aproximadamente el impacto negativo derivado de alcanzar el límite cero de los tipos de interés[3]. Esta actuación incide directamente en los precios de los activos adquiridos e, indirectamente, a través del proceso de reasignación de carteras que inicia, en el precio de otros activos sustitutivos, comprimiendo los diferenciales entre ellos. La traslación de la reducción generalizada de rentabilidades al coste de la financiación del sector privado amortigua tanto el retroceso inicial de la

1 Para una discusión general sobre la implementación del *forward guidance* por los bancos centrales, véase, por ejemplo, M. Woodford (2013), «Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks», *Sveriges Riksbank Economic Review*, 3, pp. 81-120, presentado en «Two Decades of Inflation Targeting», Sveriges Riksbank, 3 de junio de 2013.

2 El modelo macroeconómico utilizado es una versión del desarrollado en M. Gertler y P. Karadi (2011), «A model of unconventional monetary policy», *Journal of Monetary Economics,* vol. 58 (1), pp. 17-34.

3 El ejercicio teórico contempla un programa de compra de valores emitidos por entidades privadas, mientras que —en la práctica— los programas que han sido desplegados por los bancos centrales, condicionados por el tamaño relativo de los mercados, han estado dirigidos en buena parte a la adquisición de deuda pública. Esta diferencia podría matizar la magnitud del impacto de la expansión cuantitativa mostrada en el recuadro, puesto que, para un volumen de compras determinado, el impacto macroeconómico de la adquisición de valores de deuda pública es más reducido, al tratarse de un mercado más profundo y eficiente [véase M. Gertler y P. Karadi (2013), «QE1 vs. 2 vs. 3: A Framework to Analyze Large Scale Asset Purchases as a Monetary Policy Tool», *International Journal of Central Banking,* vol. 9, pp. 5-53].

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

demanda agregada como los efectos amplificadores que provienen del desapalancamiento de los bancos. En el ejercicio presentado, un programa de compras de activos de un tamaño en torno al 9 % del PIB permite superar el lastre a la actuación contracíclica de la política monetaria que implica la existencia de un límite inferior a la evolución de los tipos de interés a corto plazo, de modo que el PIB y la inflación evolucionan de forma similar a como lo harían en el escenario en el que la política monetaria convencional no estuviera sujeta a la llamada «cota inferior» o *zero lower bound,* en la terminología inglesa al uso (línea roja). Pese a la incertidumbre

1 TIPO DE INTERÉS NOMINAL

2 COSTE DE FINANCIACIÓN

3 PIB

4 INFLACIÓN INTERANUAL

ESCENARIO CENTRAL — ESCENARIO DE TIPOS INTERÉS SIN LÍMITE EN CERO — ESCENARIO DE EXPANSIÓN CUANTITATIVA

1 EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE UNA EXPANSIÓN CUANTITATIVA (a)

Estados Unidos (compras de activos por valor de 1.000 mm $)			Reino Unido (compras de activos por valor de 200 mm £)		
	Nivel del PIB	Tasa de inflación		Nivel del PIB	Tasa de inflación
Gertler y Karadi (2013)	1,7	1,7	Ashworth y Goodhart (2012)	3	0,4
Del Negro *et al.* (2011)	1,4	0,7	Joyce *et al.* (2011)	1,5 - 2,5	0,7 - 2,5
Fuhrer y Olivei (2011)	0,8 - 1,3	0,2	Bridges y Thomas (2012)	2	1
Chung *et al.* (2011)	1,2	0,35	Kapetanios *et al.* (2012)	1,5	1,2
Chen *et al.* (2012)	0,2	0,1	Pesaran y Smith (2012)	1	...

FUENTE: Banco de España.

a A partir de V. Constâncio (2015), presentación en el *«2015 U.S. Monetary Policy Forum» Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets.* Para facilitar su comparabilidad, el impacto está reescalado al tamaño de cada programa. Las cifras recogen desviaciones con respecto al escenario base, expresadas en porcentaje para el nivel del PIB y en puntos porcentuales para la tasa de inflación.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

en cuanto a la calibración de un modelo simplificado como este, los resultados están en línea con la evidencia empírica sobre el impacto de un programa de expansión cuantitativa, disponible para la experiencia reciente en Estados Unidos y Reino Unido (véase cuadro 1).

Ciertamente, es importante señalar que, por su necesaria naturaleza simplificada, el ejercicio no incorpora muchos aspectos que pueden ser relevantes a la hora de evaluar la eficacia de este instrumento. Así, por ejemplo, el modelo considerado se refiere a una economía cerrada y, por tanto, no considera el canal de tipo de cambio, que puede llegar a ser muy relevante en determinadas circunstancias. Estas obvian también aspectos claves de la interacción con otras políticas económicas, como la fiscal, así como el hecho de que la estructura financiera de las economías —entendida como el conjunto de instrumentos de inversión y financiación disponibles, de intermediarios financieros y de relaciones entre estos— es más compleja que la que el modelo puede abarcar. Con todo, el ejercicio cuantitativo ilustra de forma nítida la potencial efectividad de los programas de compras de activos a gran escala que los principales bancos centrales —y, en particular, el BCE más recientemente— han desplegado desde 2008, una vez que habían agotado sus respectivos márgenes de maniobra en el ámbito convencional.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En este recuadro se analizan las posibles repercusiones sobre las principales variables macroeconómicas del área del euro y de Estados Unidos de distintos escenarios de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, a partir de simulaciones realizadas utilizando el modelo global NiGEM[1]. En ellas se asumen distintas sendas para los tipos de interés a corto plazo durante el período 2015-2016, que ejercen sus efectos macroeconómicos principales a través de algunos de los canales de transmisión descritos en el texto principal: el tipo de cambio —que en las simulaciones se determina a partir de la paridad descubierta de los tipos de interés a corto plazo—, los tipos de interés a largo plazo y el comercio multilateral.

1 El NiGEM es un modelo macroeconométrico trimestral estimado con datos observados, que incorpora relaciones estándar entre las distintas variables económicas. Es un modelo global, ya que incluye, con distinto grado de detalle, alrededor de 60 países o áreas geográficas y sus interacciones. Para más información sobre sus principales características, véase: http://nimodel.niesr.ac.uk.

A modo de ilustración, en el escenario central los tipos de interés se comportan de acuerdo con las expectativas que los mercados de futuros descontaban a principios de marzo de 2015. Esto implicaba que los tipos a corto de Estados Unidos comenzarían a elevarse en el tercer trimestre de 2015, aumentando en más de 100 pb a finales de 2016, por debajo de lo que proyectaba el FOMC tras su reunión de diciembre de 2014. Los tipos a largo plazo también comenzarían a repuntar en ese mismo trimestre, pero su aumento sería menor, de 40 pb, lo que supondría un aplanamiento de la curva de tipos. En el caso del área del euro, el tipo a corto se mantendría en cero durante el período de simulación en todos los escenarios, mientras que el tipo a largo plazo de Alemania repuntaría en 25 pb hasta finales de 2016. Para el resto de países del área del euro se asume que se mantendrían los diferenciales de deuda soberana con Alemania, con lo que el grado de fragmentación financiera del área del euro no se vería alterado.

En este recuadro se analizan tres escenarios alternativos. Los dos primeros se inspiran en dos episodios anteriores de endurecimiento

1 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS
Estados Unidos

2 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS
Zona del euro

3 EFECTO SOBRE EL PIB

4 EFECTO SOBRE LA INFLACIÓN

FUENTE: Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

de las condiciones monetarias en Estados Unidos (1994-1995 y 2004-2006), que coincidieron en ambos casos con períodos de divergencias en el momento cíclico de las economías desarrolladas, pero que presentaron marcadas diferencias en el comportamiento de los mercados financieros. En ambos escenarios se supone que los tipos a corto se comportan según las indicaciones del FOMC, que implica un mayor endurecimiento que el descontado en el escenario central, al suponer un repunte de más de 200 pb.

En el primer escenario, los tipos a largo plazo aumentan en mayor medida, en línea con lo ocurrido tras la recesión americana de principios de los años noventa. En febrero de 1994 los buenos datos macroeconómicos indujeron a la Reserva Federal a subir tipos de forma sorpresiva, iniciando un ciclo de restricción monetaria. Este movimiento vino acompañado por un aumento de los tipos a largo plazo, aumento de la volatilidad de los precios de los activos y elevadas pérdidas para los participantes en los mercados debido a su excesivo apalancamiento. El impacto internacional también fue inesperado y de gran magnitud, con un aumento en las rentabilidades de los bonos de Reino Unido, Japón y de los países que constituyeron el euro. En esos años, la mayoría de estas economías estaba en una fase de recuperación incipiente, no había signos inflacionistas y las políticas monetarias eran expansivas. En comparación con el escenario central, los tipos a corto plazo serían 80 pb más altos, y los de largo, más de 200 pb a finales de 2016, para recoger un aumento progresivo de la prima por plazo (véase gráfico 1).

En el caso del área del euro, recogido en el gráfico 2, el tipo de interés de corto plazo se mantendría en cero —al no existir margen de actuación para una política monetaria convencional más expansiva—, pero los tipos de interés de largo plazo aumentarían algo más de 100 pb en comparación con el escenario central, asumiendo una traslación del 50 % del incremento de los tipos a largo en Estados Unidos, en línea con la evidencia histórica[2]. Esta hipótesis sobre el grado de traslación resulta, en todo caso, un elemento controvertido en las circunstancias actuales. El hecho de que los tipos oficiales en la zona del euro hayan alcanzado su cota inferior cero podría derivar en una sensibilidad de los tipos a largo superior a la histórica. Por el contrario, con la puesta en marcha del programa de compra de valores, el Eurosistema podría incidir sobre el tramo largo de la curva de tipos de interés, inmunizando el efecto derivado del endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos[3].

En los gráficos 3 y 4 aparece el impacto de este escenario en el crecimiento y la inflación de Estados Unidos y del área del euro. Como cabía esperar, el endurecimiento de la política monetaria tiene un impacto negativo en ambas variables y en ambas áreas. Más allá del efecto cuantitativo concreto, que parece un poco alto a tenor de los resultados de otros modelos, cabe destacar cómo el impacto es mucho mayor en Estados Unidos que en área del euro, con lo que contribuiría a reducir las divergencias cíclicas entre ambas economías.

En el segundo escenario no aumenta la prima por plazo, en línea con el episodio denominado *conundrum,* ocurrido en el trienio 2004-2006, que constituye el período más reciente de subida de tipos de interés en Estados Unidos. El tipo de interés oficial se incrementó entre junio de 2004 y junio de 2006 para moderar el elevado dinamismo de la economía y una inflación alta. La singularidad de este período radica en que el tipo de interés de largo plazo de la deuda pública apenas se movió. En ese período también había diferencias cíclicas entre la economía americana y el resto de economías avanzadas, pero no se apreció contagio financiero ni incremento de la volatilidad en los mercados. Europa y Japón estaban en una fase de desaceleración y mantenían el tono expansivo de la política monetaria. Y los tipos a largo plazo siguieron una senda descendente, sin reaccionar al endurecimiento monetario en Estados Unidos. Entre los factores que explican esto se cita la mayor credibilidad de la Fed reduciendo el riesgo macroeconómico y el aumento del ahorro en los países emergentes, que hizo aumentar la demanda de activos seguros. Esto se traduciría en que los tipos de interés a largo plazo repuntarían en menos de 100 pb respecto al escenario central en Estados Unidos, y en unos 60 pb en el área del euro (véanse gráficos 1 y 2). Dado que los tipos de interés de largo plazo aumentan menos en ambas áreas, los efectos en el crecimiento y la inflación son también negativos, pero de menor entidad (véanse gráficos 3 y 4). Obviamente, siguen siendo mayores en Estados Unidos, por lo que las divergencias cíclicas también se corrigen en este caso.

El tercer escenario contempla la posibilidad de que la puesta en marcha del programa de compra de valores por parte del BCE inmunice al área del euro del aumento de los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos. Por tanto, este escenario coincidiría con el segundo, salvo en que los tipos de interés del área del euro serían los mismos que en el escenario central. De la observación de los gráficos 3 y 4 se deriva que los efectos de este tercer escenario sobre la economía de Estados Unidos no se diferencian en gran medida de los del escenario precedente; sin embargo, en el caso del área del euro el PIB prácticamente no se desvía del escenario central y la inflación sería incluso superior, al dominar el impacto de la depreciación cambiaria, con lo que sería un apoyo adicional para el logro del objetivo del BCE.

En conclusión, el ejercicio realizado ilustra cómo un endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos podría tener efectos no despreciables en la actividad económica del

2 Véanse, por ejemplo, S. Gilchrist, V. Yue y E. Zakrajsek (2014), «U.S. Monetary Policy and Foreign Bond Yields», presentado en 15th Jacques Polak Annual Research Conference, FMI, y S. Arslanalp y Y. Chen (2014), «U.S. Interest Rates: The Potential Shock Heard Around the World», http://blog-imfdirect.imf.org/2014/05/21/u-s-interest-rates-the-potential- shock-heard-around-the-world/.

3 En FMI (2015), «Global Financial Stability Report», abril, se presenta alguna evidencia sobre la posibilidad de que las relaciones de causalidad entre los tipos de interés de Estados Unidos y los del área del euro hayan cambiado tras el anuncio del programa de compra de valores del BCE.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

área del euro. Si bien esto contribuiría a reducir las divergencias cíclicas entre ambas áreas, sería a costa de un menor dinamismo. Los principales efectos discurren a través del aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y su trasmisión a los del área del euro. En ambos casos existe una notable incertidumbre sobre su alcance. Con relación a los efectos sobre la eurozona, aunque la política monetaria convencional en el área del euro ha agotado su margen para adquirir un tono más expansivo, el programa de compra de valores puesto en marcha por el Eurosistema podría actuar como un instrumento que mitigara el efecto sobre los tipos de interés a largo plazo. Estos elementos son difíciles de incorporar en el marco analítico considerado, si bien subrayan la necesidad de que el Consejo de Gobierno del BCE permanezca atento ante la posible incidencia de episodios indeseados de traslación de las subidas de tipos de interés en Estados Unidos.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 Introducción

Las perspectivas de crecimiento global están limitadas tanto por los efectos duraderos de la crisis como por condicionantes estructurales previos…

El proceso de recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión está siendo lento y las perspectivas de crecimiento de medio plazo son moderadas. Esto es resultado tanto del hecho de que la expansión previa se encontrara asociada a factores no sostenibles (en particular, el sobreendeudamiento del sector privado, el crecimiento excesivo de los precios de los activos y el sobredimensionamiento de los sectores financieros e inmobiliarios) como de las propias consecuencias de la crisis, en términos de elevado endeudamiento público, incremento del paro estructural e incertidumbre[1]. Estos factores se sumaron a condicionantes estructurales previos, como el envejecimiento poblacional o la reducción tendencial de la productividad[2].

… especialmente entre los países europeos

Las perspectivas de crecimiento son particularmente moderadas en las economías europeas. Las estimaciones más recientes del crecimiento potencial para el conjunto de los países de la Unión Europea de cara a la próxima década lo sitúan en alrededor del 1,3 %, significativamente por debajo del estimado para el período previo a la crisis (véase panel izquierdo del gráfico 3.1). En concreto, si se comparan estas perspectivas con las existentes antes de la crisis, se observa que esa tasa de crecimiento de medio plazo se ha reducido en alrededor de 0,5 puntos porcentuales (pp), debido, sobre todo, a una peor evolución esperada de la productividad y de la acumulación de capital.

En España, la crisis económica generó pérdidas de producto y empleo muy elevadas…

En el caso de la economía española, el estallido de la crisis evidenció la acumulación de fuertes desequilibrios macroeconómicos en la fase de expansión, originados en una concentración excesiva de recursos en el sector inmobiliario, un elevado endeudamiento del sector privado, el sobredimensionamiento y la acumulación de riesgos del sector financiero y pérdidas significativas de competitividad, que se materializaron en un elevado déficit exterior y en un continuado aumento de la deuda externa. Como consecuencia de de todo ello, las pérdidas acumuladas de *output* y empleo fueron muy elevadas y superiores a las observadas en otras economías. Además, el desarrollo de la crisis provocó un extraordinario aumento del desempleo y un rápido incremento del déficit y del endeudamiento públicos.

… y las perspectivas de crecimiento de medio y largo plazo son también moderadas

Las estimaciones disponibles proyectan una tasa de crecimiento potencial de la economía española inferior a sus pautas históricas (véase panel derecho del gráfico 3.1). Estas perspectivas se encuentran condicionadas por factores tanto globales como característicos de la economía española, entre los que se encuentran el necesario proceso de desapalancamiento público y privado, el elevado nivel de desempleo, el bajo crecimiento de la productividad y el envejecimiento poblacional.

La mejora de estas perspectivas exige un proceso eficiente de reasignación de recursos

La consolidación de la recuperación y la mejora de las perspectivas de crecimiento requieren culminar la corrección de los desequilibrios, reducir la tasa de paro e incrementar la productividad. Para ello, es necesario reasignar los recursos en la economía hacia los sectores y las empresas más productivas e impedir que el incremento del paro se convierta

1 Véase I. Hernando, P. del Río e I. Pablos (2015), «Ajuste y perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas: el impacto de la crisis financiera», *Boletín Económico,* enero, Banco de España.

2 En este clima de deterioro de las perspectivas de crecimiento, algunos autores han llegado a plantear lo que se conoce como hipótesis del estancamiento secular, de acuerdo con la cual la economía podría quedar atrapada en una situación de bajo crecimiento durante un período prolongado. Véase CEPR (2014), «Secular stagnation: facts, causes and cures», *A VoxEU.org Book,* CEPR Press.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL PIB POTENCIAL Y PERSPECTIVAS DE MEDIO PLAZO GRÁFICO 3.1

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO POTENCIAL Y CONTRIBUCIONES PARA 2025 SEGÚN LA COMISIÓN EUROPEA ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS (a)

EVOLUCIÓN DEL PIB Y DEL PIB POTENCIAL EN ESPAÑA (b)

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

a Veánse «2009 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU-27 Member States (2008-2060)» y «The 2015 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies».
b En cada caso, las líneas continuas corresponden a estimaciones, y las discontinuas, a previsiones.
c Entre 1983 y 2007, la tasa de variación media anual estimada para el PIB potencial se situó en el 2,9 %. Entre 2008 y 2013, esta tasa se redujo hasta el 0,8 %.
d Entre 1983 y 2007, la tasa de variación media anual del PIB observado se situó en el 3 %. Entre 2008 y 2013, esta tasa fue del –1 %.
e Tendencia prevista para el PIB potencial con anterioridad a la crisis y que se corresponde con un crecimiento medio anual del 2,9 %.

en estructural. Las políticas económicas deben desempeñar un papel crucial, fomentando la mejora de la calidad de los factores productivos y eliminando las barreras que obstaculizan su eficiente asignación.

Este capítulo analiza el proceso de reasignación de recursos desde el inicio de la crisis y durante la incipiente recuperación, con el objetivo de identificar los factores que lo sustentan y las posibles distorsiones que lo frenan. El capítulo se estructura de la siguiente forma. La sección segunda describe, desde una óptica agregada, las perspectivas de crecimiento a medio plazo de la economía española y analiza algunos de los retos a los que se enfrenta. El resto del capítulo adopta un enfoque más desagregado, con el fin de determinar si los desarrollos recientes en relación con el proceso de reasignación de los factores productivos tanto entre sectores como entre empresas permiten aquilatar más el alcance de dichos retos. En concreto, la sección tercera describe, con una perspectiva sectorial, el proceso de reasignación que se ha observado desde el inicio de la crisis. La sección cuarta analiza la reasignación intrasectorial de los recursos. Finalmente, en la sección quinta se discuten algunos factores económicos e institucionales que podrían estar impidiendo que el proceso de asignación se desarrolle de manera eficiente.

2 El impacto de la crisis sobre la capacidad de crecimiento y las perspectivas de medio plazo

El análisis del impacto de la crisis económica sobre la capacidad de crecimiento y de las perspectivas de medio plazo puede abordarse a partir de las estimaciones de crecimiento potencial, descontando los factores cíclicos que condicionan su evolución a corto plazo. A continuación se presentan y discuten las estimaciones de crecimiento potencial de la economía española elaboradas por el Servicio de Estudios del Banco de España. Estas proyecciones, al igual que las de las instituciones internacionales[3], se basan en un enfoque

3 K. Havik, K. Mc Morrow, F. Orlandi, C. Planas, R. Raciborski, W. Roger, A. Rossi, A. Thum-Thysen y V. Vandermeulen (2014), *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps,* Economic Papers, n.º 535, Comisión Europea; A. Johansson, Y. Guillemette, F. Murtin, D. Turner, G. Nicoletti, C. Maisonneuve, P. Bagnoli, G. Bousquet y F. Spinelli (2013), *Long-Term Growth Scenarios,* OECD Economics Department Working Papers, n.º 1000.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

de función de producción en el que se infiere la evolución de la capacidad de producción de la economía a partir de las estimaciones, en sus niveles potenciales, de los factores productivos, empleo y capital, y de la productividad total de los factores (PTF), definida esta como la parte del crecimiento del producto que no viene explicada por la evolución de los factores productivos y que aproxima el nivel de eficiencia de la economía[4]. Las estimaciones de crecimiento potencial están sujetas a una elevada controversia, derivada, entre otros aspectos, de su habitual prociclicidad y de la dificultad de su cálculo en tiempo real. Más allá de las estimaciones puntuales, su análisis permite, en todo caso, una discusión de los principales condicionantes del crecimiento. A continuación se presentan estos resultados, revisando, en primer lugar, el impacto de la crisis, para analizar posteriormente las perspectivas de medio plazo[5].

2.1 EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL PRODUCTO POTENCIAL

La crisis económica tuvo un impacto significativo sobre el crecimiento potencial de la economía española

La crisis económica reciente tuvo un efecto muy negativo no solo sobre la actividad económica, sino también sobre la tasa estimada del crecimiento potencial de la economía española (véase panel derecho del gráfico 3.1). Si esta última se situó cerca del 3 % en el promedio comprendido entre 1983 y 2007, se estima que se habría situado por debajo del 1 % durante la crisis. El crecimiento en la fase de expansión estuvo basado en una aportación elevada de los factores productivos (trabajo y capital), que fue creciente en el tiempo y permitió compensar la evolución negativa de la productividad (véase panel superior izquierdo del gráfico 3.2), mientras que la crisis provocó una desaceleración brusca de la contribución de los factores productivos que no fue compensada por la leve recuperación de la PTF. Estos resultados situaron a España, junto con Italia, entre los países europeos con una mayor desaceleración de la tasa de crecimiento potencial entre 2009 y 2013 (véase panel superior izquierdo del gráfico 3.3).

Como resultado, sobre todo, de la evolución negativa del empleo…

El impacto de la crisis se dejó sentir particularmente en el empleo, que pasó a mostrar una contribución negativa al crecimiento durante la recesión, tras haber mantenido aportaciones superiores a 1 pp por año desde los años noventa. De los distintos componentes del empleo[6], las contribuciones de la población en edad de trabajar, la tasa de actividad y la NAIRU o tasa de desempleo estructural mostraron una desaceleración muy acusada, mientras que las horas por ocupado frenaron levemente su contribución negativa observada a lo largo del período previo (véase panel superior derecho del gráfico 3.2).

… con una fuerte desaceleración de la población en edad de trabajar, tras la reversión de los flujos migratorios…

El componente demográfico desempeñó un papel fundamental en estos desarrollos. La población en edad de trabajar, que había mostrado una trayectoria ascendente en las últimas décadas, pasó a registrar caídas desde el inicio de la crisis que se tradujeron en

4 Los supuestos fundamentales de esta estimación son: 1) el progreso tecnológico es neutral, en el sentido de que aumenta el producto del mismo modo que lo hace el factor empleo; 2) la productividad marginal de los factores viene dada por sus precios; 3) existen rendimientos constantes a escala, y 4) para estimar el componente estructural del desempleo se utiliza una relación de curva de Phillips que está microfundamentada teóricamente y proporciona estimaciones menos procíclicas que otras metodologías disponibles en la literatura.

5 En los últimos años se ha tratado de desarrollar metodologías alternativas de estimación del crecimiento potencial que incorporan variables financieras o que se basan en un concepto alternativo de crecimiento ajustado de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos (en el saldo de la cuenta corriente, el tipo de cambio efectivo real, la posición de inversión internacional, el ahorro e inversión de los sectores público y privado, los saldos de los sectores público y privado, la inversión residencial o el peso del sector no comercializable) [véanse C. Borio, P. Distyatat y M. Juselius (2013), *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle,* BIS Working Papers, n.º 404, y E. Alberola, Á. Estrada y D. Santabárbara (2013), *Growth Beyond Imbalances. Sustainable Growth Rates and Output Gap Reassessment,* Documentos de Trabajo, n.º 1313, Banco de España]. Las estimaciones de crecimiento potencial basadas en estas metodologías alternativas se encuentran en línea con las presentadas en el presente capítulo.

6 El nivel de empleo, medido en horas totales trabajadas, se puede expresar en función del producto de la población en edad de trabajar, la tasa de actividad, la tasa de desempleo y el número de horas trabajadas por ocupado.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

DETERMINANTES DEL CRECIMIENTO POTENCIAL

GRÁFICO 3.2

CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL

CRECIMIENTO DEL EMPLEO POTENCIAL

RATIOS SOBRE EL PIB DE LOS DISTINTOS TIPOS DE INVERSIÓN

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (PTF)
(Tasa de variación interanual)

ESTIMACIÓN DEL EFECTO COMPOSICIÓN EN LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO

CONTRIBUCIONES MEDIAS A LA CALIDAD DEL FACTOR TRABAJO (b)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Corresponde al crecimiento de la productividad aparente del trabajo manteniendo constante su nivel en los distintos sectores y permitiendo solo la variación temporal de los pesos de estos últimos en la economía.

b Véase P. Cuadrado, A. Lacuesta y S. Puente (2008). El término «selección» intenta aproximar la contribución de las diferencias en los niveles de productividad entre trabajadores con idénticas características observables (educación, edad, etc.), por lo que recogería el efecto composición no atribuible a estas últimas. Es de esperar, por ejemplo, que los trabajadores despedidos (contratados) sean los de menor (mayor) nivel de productividad dentro de cada grupo de trabajadores con las mismas características observables.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA COMISIÓN EUROPEA (a) GRÁFICO 3.3

FUENTE: Comisión Europea.

a Véanse «European Economic Forescast, Autumn 2014» y «The 2015 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies».

una contribución ligeramente negativa al crecimiento potencial, como resultado, principalmente, de la reversión de los flujos de emigración. Las entradas de inmigrantes representaron el 1,4 % de la población total entre 2000 y 2007, situando el peso de la población extranjera sobre el total en el 12,6 % en 2007, frente al 1 % registrado en 2000. Sin embargo, la crisis frenó de forma drástica las entradas de inmigrantes, a la vez que se incrementaron de forma notable las salidas del país, fundamentalmente protagonizadas por extranjeros de entrada reciente en España, lo que generó un saldo migratorio negativo desde 2010[7]. Adicionalmente, el proceso paulatino de envejecimiento de la población nacional empezó a dejarse notar sobre las cifras agregadas de población. En particular, el crecimiento de la población nacional en edad de trabajar pasó del 0,4 % en 2007 al 0,1 % en 2013.

...una ralentización del incremento de la tasa de participación...

Por otra parte, el incremento tendencial de la tasa de actividad que se venía observando en las últimas décadas se ha frenado en el período más reciente, a pesar de que durante la crisis la caída de la tasa de participación de los trabajadores de mayor edad ha sido inferior a la observada en otros períodos recesivos, lo que podría estar ligado a las reformas de los sistemas de pensiones aprobadas en los últimos años. El aumento de esta

7 M. Izquierdo, J. F. Jimeno y A. Lacuesta (2015), *Spain: from immigration to emigration?,* Documentos de Trabajo, n.º 1503, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

variable desde mediados de los años ochenta vino determinado, esencialmente, por el colectivo femenino, cuya tasa de actividad pasó del 38,3 % en 1983 al 69,7 % en 2013[8].

… y un incremento significativo del desempleo estructural

El dramático aumento del desempleo observado en la economía española desde 2008 se trasladó con intensidad a su componente estructural, lo que resulta coherente con el fuerte incremento del desempleo de larga duración (que superó el 62 % en 2014[9]), el significativo deterioro en los flujos de salida del desempleo (especialmente, para determinados colectivos con menor nivel de formación) y el aumento en el grado de desajuste entre las cualificaciones demandadas por el mercado laboral y las disponibles en el *stock* de desempleados[10].

La evolución negativa de la inversión durante la crisis tuvo también un fuerte impacto sobre el *stock* de capital

También se observó un freno apreciable en la contribución del *stock* de capital[11] al crecimiento, tras un impacto muy positivo en el período previo (véase panel central izquierdo del gráfico 3.2). Este último fue el resultado de un ciclo inversor muy boyante, en el que se llegaron a alcanzar tasas de inversión sobre el PIB cercanas al 30 % en los años 2006 y 2007, muy superiores a las registradas en otros países europeos, si bien la composición de este proceso inversor estuvo fuertemente sesgado hacia la construcción residencial y las otras construcciones, lo que redujo sus efectos positivos sobre la productividad, así como sobre las infraestructuras. Como resultado, se registró una tendencia creciente en la ratio capital/producto, especialmente a partir de la década de los noventa. Con la llegada de la crisis, la inversión acumuló descensos muy elevados, de forma que su nivel en 2013 fue inferior en un 38 % al observado en 2007. En conjunto, la tasa de inversión sobre el PIB retrocedió casi 10 pp desde el inicio de la crisis, hasta situarse en el 19,3 % en 2013, niveles cercanos a los observados en otros países del área del euro. Este impacto sobre la formación de capital es coherente con el fuerte componente financiero de la crisis económica, que habría generado una reducción de los incentivos a la inversión en capital como resultado de la disminución de la demanda, el incremento de la incertidumbre, el endurecimiento de las condiciones de financiación y una oferta de crédito más limitada[12].

Mientras que la productividad se habría recuperado ligeramente

En cuanto a productividad, la evolución de la PTF, variable que aproxima la eficiencia de la economía[13], mostró una desaceleración muy significativa durante los años de expansión, hasta registrar tasas levemente negativas a partir de 2000 (véase panel central derecho del gráfico 3.2). Desde el inicio de la crisis se ha observado un repunte de esta variable, que creció a una tasa estimada del 0,7 % en 2013. Este repunte no parece estar ligado a posibles efectos composición derivados de la reasignación de factores productivos hacia sectores con mayores niveles de productividad a lo largo de estos años. Como se puede apreciar en el panel inferior izquierdo del gráfico 3.2, si los niveles de productividad[14] se

8 P. Cuadrado, A. Lacuesta, J. M. Martínez y E. Pérez (2007), *El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional,* Documentos de Trabajo, n.º 0732, Banco de España.

9 Medido como el porcentaje de desempleados que llevan más de un año buscando un empleo. Este porcentaje era del 22 % en 2007. Por su parte, el porcentaje de desempleados que llevan más de dos años buscando un empleo aumentó hasta el 43,7 % en 2014.

10 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, pp. 43-50.

11 El *stock* de capital productivo se estima ajustando por las diferencias en las tasas de depreciación (años de vida útil) de cada activo, así como por los diferentes costes de uso de cada rama de actividad y activo. La fuente estadística utilizada es el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), que proporciona una serie de *stock* de capital agregando, 18 tipos de activo y 31 ramas de actividad. El último dato de la serie del IVIE se actualiza para años posteriores a partir de la evolución observada de la inversión de acuerdo con la información proporcionada por la Contabilidad Nacional y utilizando el método de inventario permanente.

12 Véase *Informe Anual, 2013,* del Banco de España.

13 Eficiencia que dependería, entre otros factores, de las mejoras tecnológicas en los procesos productivos, así como de la innovación organizacional y de los sistemas de gestión aplicados por las empresas.

14 En este caso, se ilustra el efecto composición sectorial sobre la productividad aparente del trabajo. En la siguiente sección se analiza con mayor detalle el efecto sobre la PTF.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

hubieran mantenido fijos en cada sector en el período, el crecimiento de la productividad debido a la variación temporal de los pesos de los distintos sectores habría sido prácticamente nulo. Por otra parte, los efectos composición en el empleo o una menor utilización de la capacidad productiva durante la crisis podrían explicar, al menos parcialmente, el mencionado repunte de la PTF en los años más recientes[15].

2.2 PERSPECTIVAS DE MEDIO PLAZO

Con el fin de distinguir los efectos más o menos duraderos de la crisis económica reciente sobre la capacidad de crecimiento de la economía española, a continuación se presenta la estimación del crecimiento potencial en un horizonte de medio plazo (2014-2026). Debe subrayarse que este ejercicio está sujeto a una elevada incertidumbre, dado que su construcción requiere asumir una serie de supuestos, que pueden resultar cuestionables. En concreto, se supone un descenso del desempleo estructural hasta su promedio histórico y, para el resto de componentes, se mantienen unas tendencias similares a las observadas durante la reciente recuperación. Los resultados y su interpretación se encuentran, por tanto, condicionados al cumplimiento de estos supuestos.

Las perspectivas de crecimiento potencial anticipan una recuperación tras la crisis, pero en niveles inferiores a los del período de expansión previo

Las estimaciones disponibles proyectan una recuperación del crecimiento potencial de la economía española en los próximos años, hasta alrededor del 1,5 % en promedio entre 2014 y 2026[16], que se basaría en el mantenimiento de una contribución positiva de la PTF y de la acumulación de capital, unida a una aportación positiva del empleo (véase panel superior izquierdo del gráfico 3.2). Este crecimiento resulta inferior al observado en el período anterior a la crisis, como resultado esencialmente del menor dinamismo de la población, si bien, en términos per cápita, el crecimiento medio (también en el entorno del 1,5 %) se situaría por debajo del 2,2 % estimado para el período 1983-2007. Estas perspectivas se encuentran en línea con las estimadas para Reino Unido, Alemania y Francia, y por encima de las de Italia (véase panel superior izquierdo del gráfico 3.3).

La evolución demográfica seguirá presionando a la baja las perspectivas de crecimiento y se irán agotando los efectos cohorte sobre la tasa de participación

La evolución del empleo potencial volverá a estar muy condicionada por los desarrollos demográficos. En concreto, de acuerdo con las proyecciones del INE, se prevé un descenso continuado de la población en edad de trabajar a lo largo de los próximos años (–0,4 % en promedio anual entre 2014 y 2026). Estos desarrollos son similares a los previstos para otros países europeos, como Alemania, aunque más negativos que los esperados para Italia o Francia (véase panel superior derecho del gráfico 3.3). En un horizonte de más largo plazo, se espera que estas tendencias se intensifiquen, en paralelo al proceso de envejecimiento poblacional, dando lugar a un descenso muy acusado de la población en edad de trabajar. No puede descartarse, sin embargo, una evolución algo más favorable de los flujos de inmigración que la anticipada en estas proyecciones, sobre los que siempre existe una elevada incertidumbre, en particular en un contexto de recuperación de la actividad y de reducción de la tasa de paro, lo que permitiría un aumento más elevado del crecimiento potencial. En cuanto a la tasa de actividad, se prevé una contribución aún positiva de la tasa de participación femenina, aunque con una tendencia decreciente que le hará perder relevancia como factor impulsor del crecimiento de la población activa[17].

15 En efecto, un factor importante a la hora de valorar la evolución de la PTF en España es el de los efectos composición en el empleo, derivado de que en las recesiones se concentra la destrucción de empleo en aquellos grupos de trabajadores con un menor nivel de productividad (véase panel inferior derecho del gráfico 3.2). Además, debe tenerse en cuenta que la PTF, como variable residual, recoge todos los errores de medida del resto de factores. En particular, la estimación del *stock* de capital potencial no tiene en cuenta su diferente grado de utilización en distintos momentos del ciclo, lo que podría justificar también un cierto comportamiento contracíclico en la estimación de la PTF.

16 Las estimaciones de la Comisión Europea sitúan este crecimiento en alrededor del 1,2 % para el promedio entre 2013 y 2030 (véase gráfico 3.3).

17 Véase J. M. Montero y A. V. Regil (2015), «La resistencia cíclica y los factores determinantes de la tasa de actividad en España», *Boletín Económico,* mayo, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Es de esperar una reducción progresiva del desempleo estructural…

La mejora prevista en la contribución del empleo al crecimiento potencial se encuentra estrechamente ligada a la reducción proyectada en la NAIRU, que iniciaría en los próximos años un descenso progresivo (véase panel superior derecho del gráfico 3.2). En todo caso, la evolución de esta variable está sujeta a un elevado grado de incertidumbre. En principio, la absorción de los efectos de la crisis podría justificar el descenso de la NAIRU, cuyo nivel de medio plazo vendría determinado por las características institucionales del mercado laboral y sobre el que habría fluctuado en las últimas décadas. No obstante, no es descartable un impacto más permanente del abrupto incremento del desempleo registrado durante la crisis, en particular sobre aquellos colectivos entre los que se observa un incremento muy notable de su duración. En sentido contrario, las reformas laborales han ido dirigidas a aumentar el grado de flexibilidad del mercado de trabajo y, de esta forma, deberían contribuir a un menor nivel de paro estructural.

… una contribución moderada del *stock* de capital...

En cuanto al crecimiento del *stock* de capital, se prevé una reducida contribución al crecimiento potencial, tras los elevados crecimientos registrados en la expansión previa (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3.3)[18]. Este menor crecimiento sería compatible con una menor inversión en capital residencial e infraestructuras, que se espera se mantenga en niveles más reducidos, dada la necesidad de absorber los desequilibrios del sector inmobiliario y de endeudamiento privado y de culminar el proceso de consolidación fiscal.

… así como el mantenimiento de la recuperación reciente de la PTF

Finalmente, el crecimiento de la PTF podría situarse alrededor del 0,8 % en el promedio 2014-2026, en línea con el crecimiento medio observado en las últimas décadas. No obstante, debe tenerse en cuenta que la desaceleración de la productividad es un fenómeno generalizado en los países europeos (véase panel inferior derecho del gráfico 3.3). Por otra parte, nuevos avances tecnológicos y una utilización más eficiente de los recursos productivos podrían impulsar el crecimiento de la PTF.

Las perspectivas de crecimiento futuro de la economía española se encuentran condicionadas por un conjunto de factores, entre los que destacan la evolución demográfica, el elevado nivel de desempleo y su persistencia, el agotamiento de los efectos cohorte en la tasa de participación y el impacto del proceso de desapalancamiento público y privado, entre otros. Si bien en el corto plazo el potencial de crecimiento vendrá muy condicionado por la capacidad de reducir la tasa de desempleo, en el largo plazo el principal factor que limita el crecimiento potencial es la evolución de la productividad, que depende, entre otros factores, de la capacidad de la economía para reasignar eficientemente los recursos entre ramas y entre empresas. Las reformas estructurales aprobadas en los últimos años, así como aquellas otras pendientes, que se analizan en la sección 5 de este capítulo, podrían ayudar a mejorar de forma significativa estas perspectivas.

3 Cambios en la composición sectorial de la economía

La crisis ha supuesto una recomposición sectorial, con pérdidas de peso de la construcción, la industria y las actividades inmobiliarias, y ganancias de los demás servicios

Uno de los rasgos específicos del impacto de la crisis sobre la economía española es el alcance de la reestructuración sectorial que aquella ha generado. El crecimiento del peso de la construcción en el PIB de la economía que se produjo durante la expansión revirtió de forma notable durante la crisis (véase gráfico 3.4). Por el contrario, ganaron peso tanto los servicios de no mercado, en línea con el carácter contracíclico de las Administraciones Públicas (AAPP) que se incluyen en este sector, como los demás servicios no ligados a las actividades inmobiliarias. Concretamente, se comportaron de forma más favorable las ramas del comercio, el transporte y la hostelería; las actividades profesionales, científicas, técnicas y auxiliares; los otros servicios, donde destacan los relativos al personal doméstico; y las ramas de información y comunicaciones.

18 Bajo el supuesto de que la ratio capital/producto de la economía crece a la misma tasa que el progreso tecnológico.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

GRÁFICO 3.4

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL VAB ENTRE 2013 Y 2007

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL VAB ENTRE 2013 Y 1995

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL EMPLEO ENTRE 2013 Y 2007

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL EMPLEO ENTRE 2013 Y 1995

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a) (cont.)

GRÁFICO 3.4

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN REAL ENTRE 2012 Y 2007

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN REAL ENTRE 2012 Y 1995

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL CRÉDITO ENTRE 2013 Y 2007

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL CRÉDITO ENTRE 2013 Y 1995

FUENTES: Instituto Nacional de Estadísticas, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas y Banco de España.

a Las actividades inmobiliarias no incluyen los alquileres imputados. Los datos de crédito incluyen el crédito aplicado a financiar actividades productivas y a las Administraciones Públicas.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Con una perspectiva temporal más amplia, la participación del sector de la construcción en la economía ha seguido una tendencia descendente en España a lo largo de los últimos 20 años, al igual que la agricultura y la industria (véase gráfico 3.4). La ganancia de peso de los servicios, con la única excepción de la rama de comercio, transporte y hostelería, se enmarca también en un contexto de crecimiento continuado en las últimas décadas, al que habrían contribuido fenómenos como la externalización de algunas de las actividades de las empresas industriales.

La orientación exportadora de la mayor parte de los sectores ha aumentado, si bien se mantiene el sesgo a la exportación de bienes de bajo contenido tecnológico...

En un contexto de fuerte contracción de la demanda interna, la evolución más positiva durante la crisis se registró en aquellos sectores con un contenido exportador mayor. Además, se observa un cambio generalizado en el comportamiento de las empresas, que han aumentado la probabilidad de exportar sus productos. Así, si se excluyen el turismo y el comercio, en torno al 53 % de los sectores manufactureros mejoraron sus ventas al exterior en el período más abrupto de la crisis. Las exportaciones españolas se encuentran sesgadas hacia bienes de contenido tecnológico medio-bajo e intensivas en mano de obra[19] (de acuerdo con la clasificación de la OCDE), patrón que se acentuó tras el colapso del comercio mundial en 2009, si bien recientemente se ha observado una cierta recuperación de las exportaciones de bienes de contenido tecnológico medio-alto (automóviles) y alto (aeronaves). Los bienes que España exporta presentan también, en general, un grado de calidad, aproximada por el nivel de precios de los bienes que se exportan a un mismo mercado, inferior al de las grandes economías de la UEM.

... sesgo que se mantiene también en la producción

Resulta también destacable que los sectores de tecnología media-alta y alta solo representan en torno al 7 % del VAB (6 % del empleo). Con todo, son sectores que, en general, han soportado mejor los embates de la crisis en términos de actividad. El sector farmacéutico y el de fabricación de vehículos incluso mejoraron su ritmo de actividad en relación con los años previos a la crisis, mientras que el sector químico lo mantuvo.

En comparación internacional, la estructura productiva del valor añadido en España sigue estando más sesgada hacia el comercio, la hostelería, el transporte, la construcción, la agricultura y los otros servicios

La tendencia hacia la terciarización de la economía y las caídas en la participación de la construcción, la industria y la agricultura se asemejan a lo observado en los principales países de la UE (Alemania, Reino Unido, Francia e Italia) (véase gráfico 3.5). Más allá de estas similitudes, se observa un acercamiento en los pesos sectoriales de algunos sectores que en España estaban infrarrepresentados, como las actividades financieras (véase gráfico 3.5). Por otra parte, tanto la industria como las ramas de profesionales, científicos, técnicos y auxiliares, y la rama de información y comunicación, han mostrado una evolución más desfavorable en España, a pesar de ser ramas infrarrepresentadas inicialmente. Por último, la composición del valor añadido en España sigue estando relativamente más sesgada hacia el comercio, la hostelería, el transporte, la construcción, la agricultura y los otros servicios[20].

Los cambios en la composición sectorial del empleo han sido similares, aunque de mayor magnitud

En relación con el empleo, los desarrollos son similares a los del valor añadido, si bien la reasignación sectorial es de mayor envergadura que la observada para la producción (véase gráfico 3.4). El peso de la industria y de la construcción en el empleo se redujo en mayor medida que el observado en la producción, lo que generó un incremento de la productividad aparente del trabajo mayor en estos sectores que en el resto. Por su parte, ganaron peso durante la crisis el sector de los servicios de no mercado y el resto de ramas de servicios.

19 Entre los de contenido tecnológico medio-bajo, destacan la construcción de maquinaria y equipo mecánico, los productos minerales no metálicos o las industrias metálicas básicas, mientras que entre los de carácter intensivo en mano de obra se incluyen los alimentos y las prendas de vestir.

20 Estas dos últimas ramas incluso muestran un comportamiento más favorable en nuestro país que en el resto de países de la UE-4.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CAMBIO EN LA ESTRUCTURA POR SECTORES DE VAB Y EMPLEO RELATIVO DE ESPAÑA Y DE LA UE-4 (a)

GRÁFICO 3.5

CAMBIO RELATIVO EN EL VAB DE ESPAÑA CON RESPECTO A LA UE-4 ENTRE 1995 Y 2013

ESTRUCTURA VAB. 2013

CAMBIO RELATIVO EN EL EMPLEO DE ESPAÑA CON RESPECTO A LA UE-4 ENTRE 1995 Y 2013

ESTRUCTURA EMPLEO. 2013

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

a Los países integrantes de la UE-4 son Alemania, Reino Unido, Francia e Italia. Las actividades inmobiliarias incluyen los alquileres imputados.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

DESCOMPOSICIÓN DE LA EVOLUCIÓN DE LA RATIO ENTRE CAPITAL Y EMPLEO Y DE LA PTF EN ESPAÑA CUADRO 3.1

Porcentaje

	2001-2007	2008-2011
RATIO ENTRE CAPITAL Y EMPLEO		
Crecimiento promedio anual observado	1,8	4,1
Debido a:		
Reasignación sectorial (a)	0,0	-0,4
Cambios dentro de los sectores (b)	1,8	4,5
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES		
Crecimiento promedio anual observado	-1,0	0,6
Debido a:		
Reasignación sectorial (a)	-1,4	0,0
Cambios dentro de los sectores (b)	0,4	0,7

FUENTES: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas y Banco de España.

a El efecto de la reasignación sectorial explica qué habría ocurrido si se mantuviera la ratio entre capital y empleo del año 2000 y se cambiaran los pesos sectoriales.
b El efecto de los cambios dentro de los sectores explica cómo ha variado la ratio entre capital y empleo o la PTF dentro de cada sector desde el año 2000.

La composición sectorial del *stock* de capital ha sufrido, sin embargo, pocas variaciones, mientras que el sector inmobiliario y la agricultura han perdido peso en términos del crédito concedido

La desagregación sectorial del *stock* de capital real de la economía ha presentado pocas variaciones durante la crisis, dadas la caída generaliza de la inversión (en particular, de la residencial y la inversión pública) y la mayor depreciación relativa del capital productivo privado no inmobiliario. Se observa un ligero aumento del peso de la inversión en servicios, así como de la industria, si bien en este último caso como resultado de la contribución del sector del suministro de energía (véase gráfico 3.4) En relación con su financiación, la evolución de los flujos de crédito bancario muestra que tanto la construcción como las actividades inmobiliarias y la agricultura han perdido peso en el crédito agregado en los últimos años, mientras que ha aumentado el de los servicios (véase capítulo 5 de este Informe para un mayor detalle).

En conjunto, la contribución del proceso de recomposición sectorial al crecimiento de la productividad ha sido reducida

Con el objetivo de analizar los efectos de los cambios sectoriales sobre el grado de capitalización y la productividad de la economía, se puede descomponer, con datos a escala de empresa, la evolución de cada una de estas variables (ratio capital/empleo y PTF) en dos contribuciones: aquella que surge de las variaciones en los pesos relativos de los sectores a lo largo del tiempo (reasignación sectorial) y la que se deriva de los cambios intrasectoriales[21] (véase cuadro 3.1). En el período de expansión 2001-2007, el incremento de la ratio capital/trabajo observado en la economía española se debió esencialmente a que las empresas españolas acrecentaron el uso de tecnologías intensivas en capital, mientras que la reasignación sectorial desempeñó un papel marginal. Por su parte, entre 2008 y 2011 aumentó el peso en la economía de los sectores con una ratio capital/empleo menor, mientras que las empresas españolas destruyeron mucho más empleo que capital, de forma que en términos agregados se produjo un incremento de la ratio capital/empleo de la economía superior al del período previo. En cuanto a la PTF, se observa que la reasignación de recursos entre sectores en el período 2001-2007 contribuyó de forma significativa a la reducción de la PTF, efecto que desapareció durante la crisis[22]. En todo

21 Véase S. Olley y A. Pakes (1996), «The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry», *Econometrica,* vol. 64 (6), pp. 1263-1297. En el caso de la aplicación para el caso español, el análisis se efectúa para un nivel de desagregación de 25 sectores a lo largo del período 2000-2011.

22 El análisis de los flujos de destrucción y creación de empleo en los países de la UE durante la crisis confirma estos resultados, en este caso en relación con la magnitud del impacto de la reasignación sectorial del empleo sobre la productividad. Véase J. M. Casado, C. Fernández-Vidaurreta y J. F. Jimeno (2015), *Worker Flows in the European Union During the Great Recession,* Documentos de Trabajo, de próxima publicación, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

caso, el incremento de la productividad observado durante la crisis hay que buscarlo, sobre todo, en una mejor reasignación de recursos entre empresas.

4 Reasignación de recursos entre empresas

La literatura económica enfatiza la importancia de la asignación de recursos entre empresas dentro de cada sector de actividad como determinante de la evolución de la productividad agregada de los países y de sus diferencias[23]. En concreto, las economías en las que las empresas más eficientes de cada sector absorben la mayor parte de los recursos tienden a presentar un mayor nivel de productividad, más allá del impacto que la composición sectorial ejerce sobre esta variable.

La reasignación intrasectorial explica una buena parte de la evolución de la productividad en las economías desarrolladas

En el caso español, se observa que la reasignación de recursos hacia las empresas más eficientes retrocedió durante la fase de expansión, pero ha mejorado durante la crisis

El papel que la reasignación de recursos entre empresas ha desempeñando en la evolución reciente de la productividad en España se analiza a partir de dos medidas que intentan aproximar la relación entre el peso relativo de una empresa en su sector y su nivel de eficiencia o productividad, medido por la PTF o la productividad aparente del trabajo[24]. En ambos casos, cabe interpretar un mayor valor de estos indicadores como una mejor asignación de recursos entre empresas, ya que sería indicativo de que las más productivas tienen un mayor porcentaje de la producción (o del empleo) del sector. De acuerdo con estas medidas, se observa un empeoramiento en el proceso de asignación de recursos entre empresas entre 1995 y 2007, que sería coherente con el escaso dinamismo mostrado por la productividad en el período (véase gráfico 3.6). Sin embargo, esta tendencia se habría revertido en los últimos años, lo que indicaría una mejora en la asignación de recursos desde el inicio de la crisis. Concretamente, se observa un incremento de productividad en un grupo de empresas grandes, que han experimentado además incrementos de cuota de mercado a costa de una mayoría de empresas pequeñas, cuya productividad se ha reducido[25]. A pesar de esta mejora, España presenta un menor nivel de eficiencia, de acuerdo con esas medidas, que algunos de los países grandes de la UE (véase panel inferior derecho del gráfico 3.6). Por otra parte, la evidencia para otros países no muestra una relación entre la eficiencia y el ciclo económico, como, en cambio, sí sucede en el caso español[26].

La reasignación de recursos hacia empresas más productivas durante la crisis ha sido un factor clave para la recuperación de la productividad agregada observada recientemente

El efecto de la reasignación de recursos entre empresas sobre la productividad agregada se puede ilustrar considerando el crecimiento hipotético de la productividad que se habría observado si las medidas de eficiencia intrasectorial mencionadas se hubiesen mantenido constantes en su nivel de 1995. Según este ejercicio, el crecimiento medio de la PTF habría sido 0,7 pp mayor entre 1995 y 2007 y 1,5 pp inferior entre 2008 y 2012, lo que permitiría interpretar el reducido crecimiento de la productividad durante la expansión como resultado de una asignación de recursos favorecedora del aumento del peso relativo de las empresas menos productivas. En cambio, durante la crisis la reasignación de recursos habría intervenido a favor de las empresas más productivas, actuando como un factor

23 Véase, por ejemplo, D. Restuccia y R. Rogerson (2008), «Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Establishments», *Review of Economic Dynamics,* vol. 11 (4), pp. 707-720.

24 En concreto, estos indicadores se calculan, para cada sector y año, como la covarianza entre la cuota de mercado de las empresas (aproximada por el valor añadido) y su PTF o productividad aparente relativas a la media del sector. Para ello se explotan los datos individuales de empresas de la Central de Balances del Banco de España pertenecientes a más de 500 sectores a lo largo del período 1995-2012 (desagregación a cuatro dígitos según la clasificación CNAE-2009).

25 Véase L. Hospido y E. Moreno-Galbis (2015), *The Spanish productivity puzzle in the Great Recession,* Documentos de Trabajo, n.º 1501, Banco de España.

26 Véase E. Bartelsman, J. Haltiwanger y S. Scarpetta (2013), «Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocative Efficiency», *American Economic Review,* vol. 103 (1), pp. 305-334.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN DE LA EFICIENCIA EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS ENTRE EMPRESAS DE UN MISMO SECTOR EN ESPAÑA

GRÁFICO 3.6

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

a Promedio anual en cada uno de los períodos de la covarianza entre la cuota de mercado de las empresas de cada sector, medida por su valor añadido, y su productividad total de los factores relativas a la media de su sector. Una mayor covarianza es indicativa de una situación con una mejor asignación de recursos productivos entre empresas de un mismo sector.

b Promedio anual en cada uno de los períodos de la covarianza entre el porcentaje de empleo de cada empresa en su sector y entre su productividad aparente del trabajo relativa a la media de su sector. Una mayor covarianza es indicativa de una situación con mejor asignación de recursos productivos entre empresas de un mismo sector.

clave para la recuperación reciente de la productividad. Si se analizan estos desarrollos por ramas de actividad, el empeoramiento/mejora en el proceso de asignación de recursos entre empresas durante la fase expansiva/recesiva es común a los tres grandes sectores analizados (industria, construcción y servicios).

La entrada y la salida de empresas desempeñan un papel crucial en la reasignación de recursos

Con el objetivo de ahondar en el análisis de los determinantes de la reasignación de recursos entre empresas, se puede distinguir entre la que se produce entre empresas activas y la que se genera como resultado de la creación y la destrucción de unidades productivas. En condiciones normales, la entrada y la salida de empresas desempeñan un papel dinamizador de la productividad, al permitir que unidades más ineficientes desaparezcan, liberando sus recursos para ser empleados por empresas nuevas más eficientes, en un proceso que se conoce como «destrucción creativa». De hecho, la literatura económica encuentra que la contribución de esta dinámica empresarial al crecimiento de la productividad puede alcanzar entre el 20 % y el 50 %[27]. No obstante, distintos elementos

27 Para el caso español, véase P. López-García, S. Puente y Á. L. Gómez (2007), *Firm productivity dynamics in Spain,* Documentos de Trabajo, n.º 0739, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

TASA DE ENTRADA Y SALIDA DE EMPRESAS (a) GRÁFICO 3.7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas calculadas sobre el total de empresas.

institucionales pueden limitar este papel, tales como la existencia de barreras a la entrada o elevados costes de salida y la protección de las empresas menos eficientes mediante, por ejemplo, subsidios. Además, la intensidad y la duración de la crisis pueden haber modificado algunas de las pautas observadas previamente, llevando, por ejemplo, a dificultar la creación de empresas productivas o a la desaparición de otras que podrían haber sido viables y eficientes en otra coyuntura.

Este es también el caso en España, donde los cambios en la eficiencia están estrechamente relacionados con la evolución de las entradas y salidas de empresas

El papel de estos mecanismos de creación, destrucción y permanencia de las empresas en la evolución temporal de la eficiencia para el caso español se analiza a partir de la evolución de las medidas de eficiencia estimadas anteriormente para una submuestra de empresas que han estado operativas a lo largo de todo el período de análisis. La evolución de este indicador es similar a la del agregado, si bien su caída y su posterior recuperación son menores, sugiriendo que una parte importante de los cambios en la eficiencia se habría debido a la entrada y a la salida de empresas.

Durante la crisis se produjeron un incremento significativo del cierre de empresas y una ralentización de la aparición de nuevas, que se concentraron en la construcción y, en menor medida, en los servicios

A lo largo de todo el período expansivo, la creación superó ampliamente la destrucción de empresas (véase panel izquierdo del gráfico 3.7). Sin embargo, a partir de 2007 la destrucción de empresas experimentó una importante aceleración, a la vez que se frenó la creación, de forma que se observan caídas netas en el número de empresas hasta el año 2012. En 2013 se apreció una tímida recuperación de la variación neta de empresas. El análisis desagregado por sectores muestra importantes diferencias (véase panel derecho del gráfico 3.7). Así, a lo largo de la fase expansiva el número de empresas que se creaban en la construcción o en las ramas de servicios era sustancialmente mayor que el de las empresas que cesaban su actividad. En la industria, sin embargo, este dinamismo fue menor, debido a una tasa de creación de empresas mucho más reducida. El período recesivo tuvo un impacto cualitativamente similar entre sectores, pero muy diferente cuantitativamente. En concreto, el sector de la construcción fue el más afectado, tanto en la disminución de las entradas como en el aumento de las salidas, presentando importantes caídas netas en el número de empresas desde 2008. La crisis tuvo un efecto significativo también en el sector servicios, aunque de menor magnitud, de forma que se mantuvo una ligera creación neta de empresas en el período contractivo. Finalmente, el sector industrial ha sido el menos afectado por la crisis. A pesar de ello, presenta caídas netas de empresas en los últimos años, debido a la escasa creación neta que ya mostraba en la expansión.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

DEMOGRAFÍA EMPRESARIAL Y PRODUCTIVIDAD (a)

CUADRO 3.2

Porcentaje

	Total		Industria		Construcción		Servicios	
	1998-2007	2008-2011	1998-2007	2008-2011	1998-2007	2008-2011	1998-2007	2008-2011
Promedio del período de los niveles relativos de productividad aparente del trabajo								
Total empresas	100	100	100	100	100	100	100	100
Altas del año actual y de los dos años anteriores	80,1	86,9	82,1	85,6	83,5	97,4	79,0	85,3
Empresas que permanecen	114,2	112,1	109,2	111,7	112,5	108,3	116,0	111,9
Bajas del año actual y de los dos años posteriores	73,1	56,9	70,4	55,0	80,5	59,8	71,9	63,8
Promedio del período de las contribuciones al crecimiento de la productividad aparente del trabajo								
Total empresas	100	100	100	100	100	100	100	100
Altas del año actual y de los dos años anteriores (b)	-7,7	-2,7	-4,4	-2,4	-7,1	-0,8	-8,8	-3,6
Bajas del año actual y de los dos años posteriores (c)	3,4	7,0	3,3	7,3	2,6	5,7	3,7	5,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los datos utilizados proceden del fichero de microdatos del Directorio Central de Empresas (DIRCE), unido con el de microdatos de la Central de Balances.
b Cifra calculada como la variación en el nivel de productividad que se produce en un período determinado, al incluir en el cálculo de la productividad media las empresas nacidas en el año actual y en los dos años anteriores.
c Cifra calculada como la variación en el nivel de productividad que se produce en un período determinado, al excluir en el cálculo de la productividad media las empresas desaparecidas en el año actual y en los dos años posteriores.

La destrucción de empresas se ha concentrado en las menos productivas

Para comprender el papel de la entrada y salida de empresas en el proceso de crecimiento de la productividad, resulta útil analizar las productividades relativas de las empresas que se crean y desaparecen (véase panel superior del cuadro 3.2). En el período de expansión, las nuevas empresas alcanzaban durante sus primeros años de vida una productividad (aparente del trabajo) media inferior a las ya establecidas, de forma que contribuían negativamente a la productividad en el corto plazo. Por su parte, las empresas que abandonaron su actividad tenían un nivel de productividad sustancialmente inferior a las que sobrevivían y, por tanto, su desaparición tenía un efecto positivo sobre la productividad media. La llegada del período recesivo altera cuantitativamente, pero no cualitativamente, estas pautas. Así, las diferencias de productividad entre las nuevas empresas creadas desde el inicio de la crisis y las empresas ya existentes son algo inferiores a las observadas antes de la crisis, mientras que las bajas se concentran aún más en el segmento de empresas con menor productividad.

La mejor asignación de recursos entre empresas observada desde 2008 estaría, por tanto, relacionada con la desaparición de un conjunto amplio de empresas poco productivas

El impacto sobre la productividad agregada de estos cambios se puede cuantificar estimando cuánto ha variado la productividad en cada período como consecuencia de la entrada/salida de empresas (véase panel inferior del cuadro 3.2).). La contribución de las altas al crecimiento de la productividad agregada fue de casi el –8 % hasta 2007 y se ha situado cerca del –3 % en la crisis, como consecuencia del menor número de entradas en este segundo período y una productividad algo superior de las entrantes. Por su parte, la salida de empresas menos productivas contribuyó en torno a un 3,5 % al crecimiento de la productividad en la fase de expansión y se ha elevado a más del doble durante la crisis, como resultado de unas mayores tasas de salida y un diferencial negativo de productividad de estas empresas más elevado. De esta forma, la contribución neta de la entrada y la salida de empresas ha pasado, de ser negativa a lo largo del período previo a la crisis, a contribuir positivamente durante la recesión. La mejor asignación de recursos entre empresas observada desde 2008 estaría, por tanto, relacionada, al menos en parte, con la desaparición de un conjunto amplio de empresas poco productivas.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

La menor productividad de las empresas desaparecidas durante la crisis ha sido generalizada por ramas

Por sectores, durante la crisis la productividad relativa de las nuevas empresas mejoró en las tres ramas de actividad analizadas, aunque especialmente en la construcción (véase cuadro 3.2). En el caso de las salidas, el efecto selectivo de la destrucción de empresas ha sido significativo también en todos los sectores. En el caso de la industria se llegó a registrar un nivel de productividad en las empresas que van a desaparecer inferior en un 45 % al de las que sobreviven. En conjunto, la entrada neta de empresas ha alcanzado una contribución positiva en las tres ramas de actividad, aunque más intensa en la industria y en la construcción.

5 Barreras a la reasignación de recursos

Del análisis anterior se deduce la importancia de la asignación de recursos para fortalecer el crecimiento potencial. La política económica debe, por tanto, facilitar el proceso de asignación eliminando las barreras que lo dificultan. Entre los diversos factores que pueden condicionar la especialización sectorial y la reasignación de recursos entre empresas y sectores de una economía y que merecen una atención especial en las actuaciones de política económica, cabe mencionar: el grado de competencia sectorial y la regulación de los mercados de productos, servicios y factores, y la calidad de los factores productivos disponibles, que son los habitualmente subrayados por la literatura como los más relevantes[28].

5.1 COMPETENCIA SECTORIAL

Un grado de competencia reducido se asocia con un menor nivel de *output,* empleo y productividad

El grado de competencia es un determinante fundamental de la asignación de recursos de una economía. En términos generales, en ausencia de fallos de mercado, la competencia perfecta facilitaría una adecuada asignación de los recursos. Las restricciones a la competencia tienden, en cambio, a generar un precio de equilibrio superior, que reduce la cantidad de producto intercambiada y producida por las empresas participantes en el mercado. De esta forma, cuanto menor sea el nivel de competencia de una economía, más lejos se encontrará su nivel de producción y empleo del nivel potencial al que podría aspirar. Además, una mayor competencia puede influir positivamente sobre la productividad[29]. La regulación de los mercados es uno de los factores que determinan el grado de competencia sectorial, si bien las condiciones de demanda y de costes generan diferencias en el grado de competencia entre sectores. Una regulación inadecuada puede limitar la entrada de competidores o permitir la colusión de las existentes, generando mayores márgenes empresariales y menor producción[30].

La menor productividad de la economía española podría estar relacionada con los obstáculos a la entrada y salida de empresas…

Una parte importante de las regulaciones de los mercados tiende a limitar la competencia mediante la restricción de los flujos de entrada y salida de empresas, lo que puede obstaculizar la asignación eficiente de recursos entre empresas y tener efectos negativos sobre la productividad. El caso español destaca por la reducida tasa de creación y, especialmente, de destrucción de empresas[31], lo que podría estar perjudicando a la productividad agregada. La correlación entre la suma de entradas y salidas de empresas dentro de un

28 El papel que podrían desempeñar los factores financieros se analiza en el capítulo 5 de este Informe.

29 Véase, *inter alia*, Nickell (1996), «Competition and Corporate Performance», *Journal of Political Economy,* 104 (4), pp 726-746. Este efecto positivo de la competencia sobre la productividad es consecuencia de que una mayor competencia incentiva a las empresas existentes en el mercado a aproximarse a su frontera de posibilidades de producción, de modo que se reduce la denominada «ineficiencia X», y provoca que las empresas más eficientes crezcan y desplacen a las menos eficientes, llegando, incluso, a desaparecer, por lo que pueden ser sustituidas por nuevas entrantes más productivas, y puede incentivar la disposición de las empresas a investigar y a innovar. Este último efecto es, sin embargo, más controvertido, a escala tanto teórica como empírica, dado que, como consecuencia de que la inversión en I + D + i suele implicar elevados costes fijos y requerir cierto tiempo la obtención de sus rendimientos, solo empresas que cuenten con rentas monopolísticas podrían disponer de los recursos necesarios para acometer tales inversiones.

30 En un reciente trabajo con microdatos de empresas españolas, C. Fernández, A. Lacuesta, J. M. Montero y A. Urtasun (2015), *The cyclical behaviour of mark-ups: composition versus changes in pricing strategies,* Documentos de Trabajo del Banco de España, de próxima publicación, encuentran que los sectores con menores flujos de empresas presentan mayores márgenes.

31 Véanse S. Núñez (2004), «Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas», *Boletín Económico,* marzo, Banco de España, y Comisión Europea (2013), *Product Market Review: Financing the real economy.*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CORRELACIONES ENTRE LOS FLUJOS DE ENTRADA Y SALIDA DE EMPRESAS Y REASIGNACIÓN INTRASECTORIAL — CUADRO 3.3

Correlación

	Reasignación intrasectorial (a)	
	COV (1995-2012)	ΔCOV (b) (2008-2012)
Flujo de entradas y salidas (c)	1,1833*	0,28469*
Observaciones	778	56
R^2	0,069	0,053

FUENTE: Banco de España.
NOTA: * Coeficiente de significatividad al 10 %.

a Medida de la eficiencia en la asignación de recursos de cada sector cuantificada a través de la covarianza entre la productividad y la cuota de mercado de cada empresa.
b Cambio entre 2008 y 2012 en la medida de eficiencia en la asignación de recursos de cada sector referida en la nota (a).
c Datos sectoriales siguiendo la CNAE-93 y la CNAE-09 desagregadas al nivel de dos dígitos. La variable reasignación intrasectorial se refiere a la covarianza dentro de un sector del tamaño de las empresas y su PTF. La variable flujo de entradas y salidas es la suma de las tasas de entrada y salida como cociente de estas variables entre el total de empresas existentes en el año. La regresión de la primera columna en niveles incorpora variables ficticias de año.

sector y la medida de asignación eficiente utilizada en la sección anterior resulta positiva, lo que sugiere que la mejora en la reasignación de recursos intrasectorial observada en el período 2008-2012 se concentra en aquellos sectores que experimentaron una mayor reasignación de recursos vía rotación de empresas (véase cuadro 3.3).

… que estaría asociada a unos mayores costes de entrada y barreras administrativas

Si atendemos a los indicadores que elabora la OCDE sobre el grado de regulación de los mercados de productos (PMR, por sus siglas en inglés), se observa que España presenta mayores dificultades que los países de nuestro entorno para la creación de empresas y sufre una complejidad administrativa superior, si bien es cierto que se ha avanzado notablemente en ambos ámbitos en los últimos años. Estos resultados se confirman con otros indicadores disponibles, como el índice de regulación aplicable al inicio de nuevas actividades, elaborado por el Banco Mundial en su proyecto *Doing Business.* En este sentido, parece seguir existiendo margen para racionalizar las cargas administrativas que soportan las empresas, especialmente las derivadas de la existencia de múltiples niveles de AAPP. En relación con ello, es preciso continuar los trabajos de la Comisión para la Reforma de la Administración (CORA) y acelerar los acuerdos en las conferencias sectoriales creadas a raíz de la Ley de Unidad de Mercado, así como permitir que los denominados «Puntos de Atención al Emprendedor» —en particular, los virtuales— puedan gestionar directamente todos los procedimientos para la constitución de una sociedad.

En el ámbito sectorial, las ramas del comercio, transporte y servicios profesionales presentan una regulación más restrictiva en relación con nuestros socios europeos

Los indicadores PMR mencionados tratan de aproximar, sobre la base de las regulaciones existentes en cada país, la intensidad relativa de las restricciones. De acuerdo con esta información, las ramas de comercio, transporte y servicios profesionales presentan una regulación mayor en España que en el resto de países de la OCDE y en las principales economías del área del euro[32]. En concreto, el caso del comercio minorista, que se escribe en el recuadro 3.1, es un buen ejemplo de los canales por los que la regulación —especialmente, a escala regional— afecta a la asignación de los recursos. En cuanto al transporte, también existe margen para hacer un uso más eficiente de las infraestructuras de transporte, facilitando la conexión entre distintos medios de transporte y aumentando la competencia, sobre todo en el sector del ferrocarril, en el que se han producido algunos

32 Véase J. S. Mora-Sanguinetti y M. Martínez (2014), «La regulación en el mercado de productos en España según los indicadores de la OCDE», *Boletín Económico,* diciembre, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

avances recientes. Por su parte, las barreras de entrada en los servicios profesionales se traducen en unos niveles de formación requeridos para el acceso a la profesión que, en general, son superiores a los del resto de países desarrollados.

El bajo nivel de competencia en estos sectores se confirma con otras medidas, como los márgenes empresariales

La magnitud de los márgenes empresariales también proporciona una aproximación al grado de competencia de los mercados. De hecho, distintos trabajos muestran una relación positiva entre esta variable y los indicadores PMR[33]. Suponiendo que las diferencias internacionales en la estructura de la demanda a la que se enfrentan los distintos sectores y su tecnología son reducidas, la comparación de los márgenes sectoriales entre países permite aproximar la intensidad relativa de la restricción regulatoria. Este análisis muestra que España presentaba márgenes más elevados que otros países desarrollados en las ramas del comercio, los servicios profesionales y, en menor medida, el transporte[34]. Además, en estos sectores el margen precio-coste habría tendido a aumentar a lo largo de la crisis, lo que podría reflejar, como se comenta de forma más detallada en el capítulo 4 de este Informe, además de tensiones financieras, la persistencia de un reducido grado de competencia[35].

5.2 TAMAÑO EMPRESARIAL

El tamaño medio empresarial en España es inferior al de otros países desarrollados…

La evidencia disponible muestra la existencia de una relación positiva entre tamaño empresarial y productividad, tanto a escala individual como en el agregado de la economía. En concreto, las economías con una mayor proporción de grandes empresas, como Estados Unidos o Alemania, presentan una productividad más elevada[36]. A este respecto, la economía española se caracteriza por presentar un tamaño medio de las empresas inferior al observado en otras economías desarrolladas, como resultado de la existencia de una proporción de pymes más elevada[37]. Este patrón se mantiene dentro de cada sector.

… lo que podría explicar, al menos parcialmente, la baja productividad de la economía española

Por tanto, parte de las diferencias de productividad en España en relación con el resto de países desarrollados podría deberse al menor peso de las grandes empresas. El sesgo hacia las empresas de reducida dimensión se ha justificado sobre la base de hipótesis asociadas al ineficiente funcionamiento de los mercados, como las limitaciones a la competencia en los mercados de servicios o las dificultades de las pymes para disponer de una financiación estable que les permita financiar nuevas inversiones e impulsar su crecimiento, o a los sistemas de organización y gestión interna de las empresas. No obstante, estas hipótesis no parecen suficiente para explicar el sesgo al reducido tamaño empresarial[38].

El reducido tamaño de las empresas podría estar asociado a distintas regulaciones que desincentivan el crecimiento empresarial

Un argumento complementario enfatiza el papel de desincentivo al crecimiento empresarial que desempeñan determinadas regulaciones destinadas a favorecer a las pequeñas y medianas empresas[39]. Por ejemplo, en el ámbito fiscal existen distintas ventajas en el impuesto

33 Véanse R. Griffith y R. Harrison (2004), *The link between product market reform and macro-economic performance,* Economic Paper, n.° 209, European Commission, y Hoj *et al.* (2008). No obstante lo anterior, el margen precio-coste puede no ser una medida adecuada del grado de competencia en un mercado, en la medida en que existan diferencias entre empresas en términos de la tecnología empleada, el grado de diferenciación/calidad del producto y otras especificidades de la demanda que provoquen reasignaciones de recursos hacia las empresas más eficientes [Boone (2008)], que tienden a tener unos mayores márgenes, con independencia del grado de competencia.

34 Véase Á. Estrada (2009), *The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution,* Documentos de Trabajo, n.° 0905, Banco de España.

35 C. Fernández, A. Lacuesta, J. M. Montero y A. Urtasun (2015), *The cyclical behaviour of mark-ups: composition versus changes in pricing strategies,* Documentos de Trabajo del Banco de España, de próxima publicación.

36 Véase OCDE (2012), «Entrepreneurship at a Glance, 2012».

37 Véase OCDE (2014), «Entrepreneurship at a Glance, 2014».

38 Véanse La Caixa (2012), «Crisis y fractura social en Europa. Causas y efectos en España», Colección Estudios Sociales, n.° 35, y OCDE, *Structural and Demographics Business Statistics.*

39 Véase Comisión Europea (2013), *Product Market Review: Financing the real economy.*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CONDICIONANTES DEL TAMAÑO EMPRESARIAL. EFECTOS DE LA REGULACIÓN FISCAL Y LABORAL GRÁFICO 3.8

FUENTES: Registro Mercantil y Banco de España.

a Distribución de las empresas estimada en ausencia de regulación fiscal y laboral. Véase Almunia y López-Rodríguez (2014).

de sociedades (menores tipos impositivos, por ejemplo), así como un control tributario más laxo para las pymes, o, en el ámbito laboral, se establece la obligatoriedad de disponer de un *comité de empresa* para las empresas con más de 49 trabajadores. La evidencia disponible muestra, de hecho, una reacción significativa de las empresas españolas ante estos umbrales (véase gráfico 3.8)[40], lo que indicaría la necesidad de adaptar la normativa existente para evitar que genere desincentivos al crecimiento empresarial.

5.3 FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE TRABAJO

La movilidad geográfica de los trabajadores españoles sigue siendo muy reducida…

Distintos aspectos del funcionamiento del mercado de trabajo, que afectan tanto a la determinación salarial como a los incentivos a la formación, el esfuerzo y la movilidad laboral, pueden dificultar el proceso de reasignación de recursos en la economía. En el caso español, el mercado de trabajo se caracteriza por la reducida movilidad geográfica entre regiones, a pesar de que estas presentan tasas de paro muy diferentes. Durante la crisis, la movilidad interregional se ha reducido incluso levemente: desde un 0,9 % de la población total en 2007, hasta un 0,8 % en 2013, que es aún más reducida entre la población de nacionalidad española (0,6 %) y muestra una ausencia de relación con las tasas de paro regionales (véase panel superior izquierdo del gráfico 3.9).

… y la movilidad laboral se concentra en los trabajadores temporales, con consecuencias negativas sobre la productividad

Por su parte, la movilidad entre las diferentes situaciones de empleo, desempleo e inactividad se concentra sobre todo en los trabajadores con contrato temporal, lo que da lugar a un nivel de rotación laboral muy elevado, superior en España al que se observa en otros países europeos[41], que coexiste con un grupo de trabajadores muy protegido que se mantiene prácticamente aislado de los flujos de entrada y salida del mercado de trabajo. Diferentes estudios han subrayado los efectos negativos de esta elevada dualidad del mercado de trabajo español sobre variables como la productividad[42], las decisiones de inversión en

40 Véase M. Almunia y D. López-Rodríguez (2014), *Heterogeneous Responses to Effective Tax Enforcement: Evidence from Spanish Firms,* Documentos de Trabajo, n.º 1419, Banco de España.

41 Véase BCE (2015), *Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets,* Occasional Paper series, n.º 159.

42 En términos del impacto de la temporalidad sobre la evolución de la PTF, L. Hospido y E. Moreno-Galbis (2015), *The Spanish Productivity Puzzle in the Great Recession,* Documentos de Trabajo, n.º 1501, Banco de España, encuentran una correlación negativa entre la PTF y el nivel de temporalidad, aunque cabe reseñar que, desde el inicio de la crisis, la temporalidad podría haber favorecido la reasignación de factores en las empresas, pasando a observarse una correlación positiva. Por otro lado, J. J. Dolado, S. Ortigueira y R. Stucchi (2012), *Does dual employment protection affect TFP? Evidence from Spanish manufacturing firms,* CEPR Discussion Papers 8763, muestran una relación positiva entre la dualidad del mercado de trabajo y la acusada desaceleración de la PTF entre 1990 y 2005.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

BARRERAS A LA REASIGNACIÓN DE RECURSOS: FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE TRABAJO Y CAPITAL HUMANO

GRÁFICO 3.9

SALDO MIGRATORIO INTERAUTONÓMICO Y AUMENTO DE LA TASA DE PARO DESDE 2008

FLUJOS DE EMPLEO A EMPLEO

FLUJOS DE EMPLEO A EMPLEO DESDE UN EMPLEO TEMPORAL

CAMBIOS DE EMPLEO

DISPERSIÓN DE LOS SALARIOS Y DEL EMPLEO ENTRE RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

ÍNDICE DE DESAJUSTE EDUCATIVO (b)

FUENTE: Banco de España.

a Medida mediante la desviación típica de los incrementos salariales y de las variaciones de empleo entre ramas de actividad, a un nivel de desagregación de dos dígitos de la CNAE.
b Índice que compara la distribución por niveles educativos de la demanda de trabajo, aproximada por los ocupados, con la de la oferta, aproximada por los desempleados.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

capital humano o la negociación colectiva[43]. Por lo que respecta a la movilidad en el empleo, los cambios están también protagonizados por los trabajadores temporales (véase panel superior derecho del gráfico 3.9), dado que la mayor protección del empleo indefinido reduce los incentivos a cambiar de trabajo[44]. Además, esta rotación se produce entre contratos temporales y, en menor medida, como consecuencia de una transición al empleo indefinido, lo que, de nuevo, puede tener consecuencias negativas sobre la productividad (véase panel central izquierdo del gráfico 3.9). En comparación internacional, España se sitúa entre los países con mayor rotación laboral, debido sobre todo a la alta temporalidad, por lo que la mayor parte de esta se produce dentro del mismo sector de actividad, mientras que los cambios de sector son menos frecuentes que en otros países (véase panel central derecho del gráfico 3.9).

El grado de dispersión salarial por sectores sigue siendo muy reducido y los salarios mínimos de convenio han aumentado su cobertura tras la crisis

Un factor adicional que puede limitar la reasignación del empleo entre ramas de actividad es la escasa vinculación observada de los salarios con las condiciones específicas de los sectores y empresas. En efecto, la dispersión entre los incrementos salariales acordados en las diferentes ramas de actividad es reducida y resulta muy inferior a la que se observa entre los crecimientos del empleo (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3.9). Detrás de este fenómeno se encuentra la estructura de la negociación colectiva, caracterizada por la prevalencia de convenios sectoriales con eficacia general automática en todas las empresas y por una incidencia reducida de los convenios de empresa, que afectan solo al 10 % de los trabajadores[45]. Por un lado, estos convenios sectoriales pueden actuar como barreras de entrada, dificultando el acceso al mercado de empresas nuevas, que deben igualar, desde su creación, las condiciones laborales pactadas en los convenios de ámbito superior. Por otro lado, esta estructura de la negociación colectiva limita la dispersión salarial entre empresas y sectores con situaciones económicas diferentes. Durante la crisis, la mayor dispersión observada en la evolución del empleo entre ramas de actividad no se tradujo en mayores diferencias salariales. En este contexto, las distintas reformas laborales adoptadas en los últimos años han intentado favorecer una mayor descentralización del sistema de negociación colectiva fomentando la inaplicación de los convenios de ámbito superior y la prevalencia de los convenios de empresa. La información disponible tiende a mostrar un aumento limitado del uso de las posibilidades de descuelgue del convenio de las empresas, si bien la incidencia de otras medidas de flexibilidad ha permitido, especialmente a las empresas de tamaño elevado, ajustar las condiciones laborales a los mínimos pactados en los convenios colectivos. De esta forma, se ha producido un acercamiento de los salarios a estos niveles mínimos. En el entorno actual de inflación baja o incluso negativa, y dadas las rigideces nominales existentes, este hecho genera una acumulación de los cambios salariales en el entorno de cero, que afecta ya a alrededor del 30 % de los asalariados del sector privado, lo que reduce la dispersión salarial y su vinculación con las condiciones específicas de las empresas.

Se debe avanzar en la reducción de la dualidad contractual y, en línea con las reformas laborales recientes, profundizar en la flexibilidad salarial

En resumen, los elevados diferenciales de desempleo observados entre regiones en España no inducen una elevada movilidad geográfica, lo que, entre otros factores, podría estar señalando ineficiencias en el sistema de prestaciones por desempleo y en el funciona-

43 Véase C. Albert, C. García Serrano, y V. Hernanz (2005), «Firm-Provided Training and Temporary Contracts», en *Spanish Economic Review,* vol. 7, n.º 1, pp. 67-88.

44 Véanse A. Bassanini y A. Garnero (2013), «Dismissal protection and worker flows in OECD countries: Evidence from cross-country/cross-industry data», *Labour Economics,* vol. 21 (C), pp. 25-41, y A. C. Gielen y K. Tatsiramos (2012), «Quit behaviour and the role of job protection», *Labour Economics,* vol.19 (4), pp. 624-632.

45 L. Hospido y E. Moreno-Galbis (2015), *The Spanish Productivity Puzzle in the Great Recession,* Documentos de Trabajo, n.º 1501, Banco de España, encuentran una relación positiva entre la PTF y los convenios de empresa, que, de hecho, se habría acentuado desde el inicio de la crisis, señalando una mayor capacidad de las empresas con convenio propio para adaptarse al cambio en la situación económica.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

miento del mercado de la vivienda, que reducen los incentivos a la movilidad laboral. Asimismo, el marco de contratación genera un mercado de trabajo marcadamente dual, en el que los cambios de empleo están, casi exclusivamente, protagonizados por los trabajadores con contrato temporal. La excesiva rotación laboral derivada de la alta temporalidad no introduce incentivos para la inversión en capital humano, mientras que la protección de los contratos indefinidos desincentiva la movilidad laboral de este colectivo. Finalmente, una mayor diferenciación salarial entre empresas y trabajadores contribuiría a una más ágil absorción de las diferencias de desempleo que se observan por niveles educativos o entre regiones, a lo que debería contribuir una mayor descentralización de la negociación colectiva que aumente la sensibilidad cíclica de los salarios y su relación con las condiciones específicas de los trabajadores y las empresas.

5.4 CAPITAL HUMANO

El hecho de que una parte significativa de los desempleados haya desarrollado habilidades en sectores muy específicos puede condicionar el proceso de asignación de la economía española

La reabsorción del desempleo depende crucialmente del capital humano de las personas demandantes de empleo. En este sentido, la cualificación de los trabajadores en desempleo en España se caracteriza, con carácter general, por ser reducida y asociada a habilidades y experiencia en sectores muy específicos, como la construcción, lo que puede resultar un obstáculo al proceso de reasignación de factores en la medida en que las necesidades de la demanda de trabajo no puedan ser satisfechas por la mano de obra existente (véase recuadro 3.2).

El desajuste educativo entre la oferta y la demanda de trabajo ha aumentado durante la crisis

La crisis ha provocado una concentración de la destrucción de empleo en los colectivos con menor nivel de cualificación y, de esta forma, ha elevado sustancialmente el grado de desajuste educativo entre oferta y demanda de trabajo (véase panel inferior derecho del gráfico 3.9). Así, el porcentaje de ocupados con estudios primarios o menos se ha reducido del 18 % en 2007 al 10,3 % en 2014, mientras que el peso de los ocupados con estudios universitarios ha aumentado desde el 23,1 % en 2007 hasta el 29,4 % en 2014. Por su parte, entre los desempleados se observa la tendencia opuesta, con un 22,2 % del total con estudios primarios o menos y únicamente un 13,7 % con estudios universitarios. Este desajuste educativo podría dificultar la empleabilidad de los grupos menos cualificados, dado que las probabilidades de salida del desempleo son crecientes con el nivel educativo[46].

Los trabajadores menos cualificados tienen mayores dificultades tanto para mantener como para encontrar nuevos empleos

En efecto, desde el inicio de la crisis se han incrementado las dificultades para los trabajadores menos cualificados tanto para mantener su empleo como para encontrar uno nuevo desde el desempleo. Siendo cierto que la probabilidad de perder el empleo es siempre más reducida para los trabajadores más cualificados, las diferencias con los menos cualificados se han incrementado desde 2008. Además, una vez en el desempleo, la probabilidad de encontrar un empleo es muy superior entre aquellos con mayor nivel de formación y, de nuevo, las dificultades relativas de los trabajadores menos cualificados se han visto incrementadas desde el inicio de la crisis (véase cuadro 3.4). Como resultado, los trabajadores menos cualificados presentan una mayor probabilidad de abandonar la búsqueda de empleo y pasar a una situación de inactividad, lo que intensifica los riesgos de exclusión laboral de este colectivo.

La mejora de la cualificación de los desempleados y su adecuación a la demanda laboral resultan cruciales para su empleabilidad

En conjunto, el mercado de trabajo español se enfrenta a una situación de creciente desajuste educativo, sobre el que resulta necesario actuar para mejorar la empleabilidad de los desempleados. Las actuaciones deberían concentrarse en el fomento del retorno a la

46 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

PROBABILIDAD DE TRANSICIÓN EN TÉRMINOS RELATIVOS DE INDIVIDUOS CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS RESPECTO A AQUELLOS CON ESTUDIOS PRIMARIOS (a) CUADRO 3.4

	2005-2014	2005-2007	2008-2014
Salidas del desempleo			
Al empleo	1,19	1,14	1,20
Al empleo temporal	1,16	1,12	1,17
Al empleo indefinido	1,12	1,15	1,11
A la inactividad	0,83	0,80	0,84
Salidas del empleo			
Totales	0,79	0,87	0,74
Desde el empleo indefinido	0,66	0,78	0,61
Desde el empleo temporal	0,88	0,92	0,86

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Valores por encima de 1 implican que los individuos con estudios universitarios tienen una mayor probabilidad de realizar cada transición laboral que aquellos individuos con estudios primarios. Por ejemplo, en el caso de las salidas del desempleo al empleo entre 2005 y 2014, los parados con estudios universitarios mostraron una probabilidad de encontrar un empleo un 19 % superior a la de aquellos desempleados con estudios primarios. Los resultados se obtienen a partir de la estimación de un modelo *probit* para la probabilidad de cada una de las transiciones controlando por las siguientes variables: sexo, edad, nivel de estudios, tiempo en el desempleo, comunidad autónoma y crecimiento del PIB en las salidas de desempleo; y sexo, edad, nivel de estudios, sector de actividad, tipo de contrato, antigüedad u ocupación en las salidas del empleo.

educación formal de aquellos individuos jóvenes con nivel de formación reducido, y especialmente en aquellos sectores de formación profesional en los que se detecten necesidades por parte de las empresas. Asimismo, sería deseable una modernización de los servicios públicos de empleo que permita definir las actividades formativas para cada desempleado, en función de su formación y experiencia profesional.

Por otra parte, un cambio sectorial a medio plazo pasa ineludiblemente por un incremento en el nivel de estudios de la población y una mejora de su calidad

El capital humano disponible en la economía, en términos tanto de su nivel educativo medio como de la distribución entre la población, condiciona su especialización productiva[47]. En el caso español, la mejoría observada desde 1993 en la calidad del factor trabajo ha sido muy significativa. Sin embargo, existe todavía un margen de convergencia educativa de la población activa en comparación con la de otros países europeos[48]. En particular, el sistema educativo español destaca por el elevado abandono escolar, la infrautilización del sistema de formación profesional y un nivel de calidad reducido[49]. En este sentido, resulta necesario asegurarse de que la implantación de la LOMCE permita tanto reducir el fracaso escolar como mejorar la calidad de la educación en sus grados obligatorios. En paralelo, se debe avanzar en la reforma de la formación profesional y de la universitaria. En este último aspecto, es muy relevante la modificación de ámbitos tan importantes como son la selección del personal docente, el gobierno de las universidades o su financiación, en línea con las conclusiones de la Comisión de Expertos para la Reforma del Sistema Universitario Español de 2013.

5.5 CAPITAL TECNOLÓGICO

El *stock* de capital tecnológico de la economía española es reducido...

La economía española se caracteriza por presentar un nivel de *stock* de capital tecnológico significativamente más reducido que el de otros países desarrollados. En concreto, su peso en el PIB se situó un 25 % por debajo de la media de los países del área del euro en 2012.

47 Véase M. Bombardini, G. Gallipoli y G. Pupato (2012), «Skill Dispersion and Trade Flows», *American Economic Review,* vol. 102 (5) pp. 2327-2348.

48 Véase, entre otros, OCDE (2008), *OECD Economic Surveys: Spain 2008.*

49 En este sentido, por ejemplo, los resultados del PIAAC (2013), de la OCDE (http://www.mecd.gob.es/inee/Ultimos_informes/PIAAC.html), subrayan que el escaso rendimiento matemático de la población española se generaliza a personas que han alcanzado diferentes niveles educativos, incluida la educación terciaria.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El nivel de gasto tanto en I + D + i como en tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) sigue siendo significativamente más bajo en nuestro país que en el resto de los países de nuestro entorno. La baja intensidad de inversión en actividades de I + D + i afecta tanto al sector público como, sobre todo, al privado.

... fenómeno que se encontraría ligado a distintos aspectos estructurales

La reducida capitalización tecnológica de nuestra economía estaría relacionada con aspectos como la formación relativa de los trabajadores, el excesivo peso de las empresas de tamaño reducido, que habitualmente presentan una propensión a innovar inferior, y el limitado desarrollo de mercados financieros alternativos, como el de capital-riesgo, ampliamente utilizado en otros países por nuevas empresas de base tecnológica[50]. Además, se observa una reducida capacidad de absorción tecnológica por parte de las empresas españolas[51]. Por otra parte, el sistema público de investigación se caracteriza por un tejido muy fragmentado y con escasa conexión con el sistema empresarial.

La reversión de este patrón requeriría abordar una reforma del sistema nacional de I + D + i

El informe de evaluación del sistema de innovación realizado por la Comisión Europea en 2014 subraya la necesidad de revisar aspectos cruciales del sistema de innovación, como el número y grado de especialización de los centros, la rígida y burocratizada gobernanza de sus instituciones, la introducción de esquemas de evaluación e incentivos en su financiación, y la revisión de los mecanismos de contratación y de seguimiento de la carrera laboral de los investigadores. La nueva Agencia Estatal para la Investigación, que prevé crearse este año, debería impulsar los cambios necesarios para mejorar en estos ámbitos. Asimismo, y pese a los avances de la nueva Ley de la Ciencia, de 2011, se identifican ciertas barreras a los proyectos de colaboración público-privada y, respecto a los incentivos fiscales existentes a la I + D empresarial, se estima que estos resultan muy costosos y poco eficaces, en particular en los casos de las pymes y las nuevas empresas, por lo que deberían revisarse.

50 De hecho, existe evidencia de que la inversión en actividades de I + D + i por parte de las empresas españolas se ve significativamente afectada por la presencia de dificultades en el acceso al crédito bancario y la ausencia de mecanismos de financiación alternativos [véase P. López-García, J. Montero y E. Moral-Benito (2013), «Business Cycles and Investment in Productivity-Enhancing Activities: Evidence from Spanish firms», *Industry and Innovation,* 20 (7), pp. 611-636].

51 Véase P. López-García y J. Montero (2012), «Understanding the Spanish business innovation gap: the role of spillovers and firms' absorptive capacity», *Economics of Innovation and New Technology,* 21 (7), pp. 589-612.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El grado de competencia es un determinante fundamental de la estructura productiva de una economía, pudiendo condicionar tanto su composición sectorial como la asignación eficiente de recursos entre las empresas dentro de cada sector. La regulación es uno de los factores que pueden condicionar el grado de competencia sectorial. De hecho, en algunos casos la regulación se justifica precisamente con el objetivo de introducir competencia en mercados que por sus características podrían ser oligopolistas[1]. Sin embargo, el exceso de regulación o, en general, una regulación inadecuada puede limitar la entrada de competidores o permitir la colusión de las empresas establecidas, que puede derivar en mayores márgenes empresariales y en una menor producción y eficiencia.

Este recuadro pretende ilustrar cómo los cambios en la regulación han podido afectar al grado de eficiencia en la reasignación intrasectorial de los recursos a partir del análisis de un sector específico, el comercio minorista español. Este sector es de gran relevancia, no solo por el peso que representa la actividad del sector en el VAB (6,7 %) y en el empleo (13,4 %), en ambos casos de la economía de mercado, sino también por el papel que desempeñan los canales de distribución en el comportamiento de la productividad y en los procesos de formación de precios. La regulación de este sector es extensa y compleja, y ha generado tradicionalmente numerosas barreras a la competencia. En España, la competencia sobre el comercio interior se encuentra transferida a las CCAA, por lo que son estas las encargadas de regular el comercio minorista, si bien el Estado tiene la potestad de establecer normas básicas cuya finalidad sea la de ordenar la actividad general. Esta circunstancia ha llevado a que la normativa del sector varíe notablemente por CCAA. Estas diferencias y su evolución se pueden ilustrar a partir de la construcción de indicadores sintéticos de regulación por CCAA[2].

Como se muestra en el panel izquierdo del gráfico, donde se han agregado los indicadores sintéticos de regulación de las CCAA ponderándolos por la población, a partir de 1999 se inició una

1 Más allá de la regulación, existen condiciones de demanda y de estructura de costes que generarían de forma natural diferencias en el grado de competencia entre sectores.

2 Véase M. Ll. Matea y J. S. Mora-Sanguinetti (2012), «El comercio minorista y regulación autonómica: efectos en la densidad comercial, el empleo y la inflación», *Revista de Economía Aplicada,* n.º 59, vol. XX, pp. 5-54. En este trabajo se construyen indicadores sintéticos que recogen una serie de aspectos normativos del sector que se agregan con el método de análisis factorial. En concreto, se forman con la regulación sobre la apertura en domingos y festivos, el horario semanal global, los períodos de rebajas, los impuestos a las grandes superficies, las moratorias comerciales, la definición de gran superficie comercial que lleva asociado el requisito de una licencia de la comunidad autónoma (salvo para Madrid en los últimos años) y la exigencia de la licencia autonómica para las tiendas de descuento duro. Por construcción, estos indicadores toman valores comprendidos entre 0 (ausencia de regulación) y 10 (máxima regulación). En este trabajo se encuentra evidencia de que una mayor regulación del comercio al por menor en España estaría asociada a una mayor inflación, una menor ocupación en el sector y una mayor densidad comercial.

REGULACIÓN Y PRODUCTIVIDAD DEL COMERCIO MINORISTA

REGULACIÓN Y DEMOGRAFÍA EMPRESARIAL DEL COMERCIO MINORISTA

FUENTE: Banco de España.

a A partir de la Central de Balances y los Registros Mercantiles se ha calculado el promedio anual en cada uno de los períodos de la covarianza entre la cuota de empleo de las empresas del sector de comercio minorista y su productividad del trabajo relativas a la media de su sector. Una mayor covarianza es indicativa de una situación con una mejor asignación del empleo entre empresas del sector. La covarianza se ha calculado para la división 47 de la CNAE-09 de comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas, excluidos los grupos 47.3, 47.8 y 47.9, y la clase 47.73, por no estar afectados por los aspectos regulatorios considerados.

b Media ponderada por población de los indicadores sintéticos de regulación de las CCAA. El indicador sintético de cada comunidad autónoma tiene en cuenta la regulación en materia de apertura en domingos y festivos, horario semanal global, período de rebajas, impuestos a las grandes superficies, moratorias comerciales, definición de gran superficie comercial y licencia autonómica para las tiendas de descuento duro. Por construcción este indicador toma valores comprendidos entre 0 (ausencia de regulación) y 10 (máxima regulación). Véase M. Ll. Matea y J. S. Mora-Sanguinetti (2012).

c A partir del DIRCE se ha calculado la suma de la tasa de empresas creadas y destruidas sobre las existentes en el sector de comercio minorista. Los datos hasta 2007 se han extraído de la CNAE-93 y los datos a partir de 2008 están extraídos siguiendo la CNAE-09.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

etapa de intensa actividad legislativa del comercio minorista por parte de las CCAA, durante la cual estas, con el fin de proteger al comercio tradicional, fueron haciendo cada vez más estricta la regulación del sector, restringiendo la apertura de nuevos comercios mediante el establecimiento de moratorias comerciales[3] y la exigencia de una segunda licencia comercial a comercios cada vez más pequeños, e incluso asimilando las tiendas de descuento duro[4] a las grandes superficies a la hora de requerirles esta segunda licencia. A su vez, es en estos años cuando se aplica por primera vez un impuesto a las grandes superficies en algunas CCAA. El punto más álgido de esta tendencia regulatoria se alcanza en 2005, en el que se reducen los horarios comerciales, en lo que se refiere tanto a la apertura en domingos y festivos como al máximo de horas que el comercio puede abrir sus puertas al público en el conjunto de la semana, regulaciones que afectan principalmente a los grandes establecimientos.

Sin embargo, a partir de 2009, al anticiparse algunas CCAA a la transposición de la Directiva de Servicios, que se llevó a cabo en marzo de 2010, se rompe la tendencia regulatoria previa. La Directiva de Servicios supuso el punto de inflexión a partir del cual se han ido eliminando —o, al menos, relajando— algunas de las barreras a la competencia existentes. En concreto, aunque las CCAA han mantenido, salvo Madrid, la autorización autonómica para los grandes establecimientos, la mayoría ha elevado el umbral a partir del cual se considera un comercio como gran superficie, a la vez que se han suprimido, por un lado, la licencia específica para las tiendas de descuento duro y, por otro, las moratorias comerciales. Adicionalmente, los trámites administrativos para la apertura de los pequeños comercios se han simplificado y los horarios comerciales y los períodos de rebajas se han flexibilizado. Además, los requisitos para ser lo que se denomina «zona de gran afluencia turística»[5] se han relajado, lo que supone ampliar las zonas con libertad de horarios comerciales. Más recientemente, en los años 2013 y 2014 se han dado pasos adicionales en este proceso de liberalización, estableciéndose una normativa menos estricta en relación con los horarios comerciales y los períodos de rebajas.

3 Se entiende por moratoria comercial la prohibición del establecimiento de grandes superficies comerciales en el territorio de una comunidad autónoma durante un determinado período.

4 La definición de descuento duro, algo variable entre CCAA, se relaciona con un número mínimo de venta de productos de la propia marca (marca blanca) y con un número mínimo de establecimientos de la misma insignia y metros cuadrados.

5 Las zonas de gran afluencia turística pueden ser municipios o áreas de municipios que cumplan con alguno de los siguientes criterios: a) concentración suficiente de alojamientos y establecimientos turísticos o segundas residencias; b) que se haya declarado como patrimonio de la humanidad o en el que se localice un bien de interés cultural; c) que limiten o constituyan áreas de influencia de zonas fronterizas; d) celebración de determinados eventos deportivos o culturales de carácter nacional o internacional; e) proximidad a áreas portuarias de cruceros turísticos; f) áreas cuyo principal atractivo sea el turismo de compras, y g) cuando concurran otras circunstancias que lo justifiquen. Estas zonas cuentan con libertad de horarios comerciales.

ESTIMACIÓN DE LA RELACIÓN ENTRE LA EFICIENCIA EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS Y LA REGULACIÓN DEL COMERCIO MINORISTA (1997-2012)

Variable dependiente: eficiencia en la asignación de recursos (a)

N.º regresión	Variables explicativas (b)	Estimación sin ponderar por población	Estimación ponderando por población
1	Indicador de regulación sintético (c)	-0,095*	-0,131*
2	Apertura en domingos y festivos	-0,176*	-0,155*
3	Horario semanal global	-0,073*	-0,084*
4	Período de rebajas	-0,108*	-0,149*
5	Impuestos grandes superficies	-0,011*	-0,013*
6	Moratorias comerciales	-0,008	-0,018*
7	Definición gran superficie comercial	-0,006	-0,015*
8	Licencia autonómica descuento duro	-0,002	-0,001*

FUENTE: Banco de España.
NOTA: * Coeficiente significativo al 5 %.

a Medida como la covarianza entre la productividad laboral y la cuota de empleo calculada para la división 47 de la CNAE-09 de comercio al por menor, excepto de vehículos de motor y motocicletas, excluidos los grupos 47.3, 47.8 y 47.9, y la clase 47.73, por no estar afectados por los aspectos regulatorios considerados.

b En la regresión 1 la variable explicativa es el indicador de regulación sintético, mientras que en las demás regresiones se utiliza como variable explicativa cada uno de los aspectos regulatorios por separado que forman el indicador de regulación sintético. Todas las variables están calculadas por comunidad autónoma y año. En todos los casos se incluyen variables ficticias anuales.

c El indicador de regulación sintético se construye con la regulación en materia de apertura en domingos y festivos, horario semanal global, período de rebajas, impuestos a las grandes superficies, moratorias comerciales, definición de gran superficie comercial y licencia autonómica para las tiendas de descuento duro. Véase M. Ll. Matea y J. S. Mora-Sanguinetti (2012).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El impacto de estos cambios regulatorios sobre la eficiencia del sector se puede aproximar a partir de la relación entre el indicador de regulación descrito previamente y diferentes medidas de eficiencia (véase sección 4 de este capítulo). A partir de la información proporcionada por la Central de Balances, en el panel izquierdo del gráfico se presenta el indicador de regulación previamente mencionado, junto con un indicador de eficiencia del sector calculado como la covarianza entre la cuota de empleo de las empresas del sector del comercio minorista y su productividad del trabajo relativas a la media de su sector. Cuanto mayor es el valor de este indicador, mayor es la proporción del empleo que está concentrado en las empresas más productivas y, en consecuencia, mejor es la asignación del empleo entre las empresas del sector. La relación entre estos dos indicadores muestra que, a grandes rasgos, una legislación más (menos) estricta se encuentra asociada a una menor (mayor) productividad del trabajo agregada del sector. En concreto, se observa que el período en el que se registra una regulación más restrictiva (entre los años 1997 y 2001) coincide con una asignación cada vez más ineficiente del empleo. Con posterioridad, entre los años 2008 y 2012, el establecimiento de un marco regulatorio menos estricto ha ido acompañado de una asignación más eficiente. Un mensaje similar se desprende cuando se relaciona el índice de regulación con una medida de dinamismo sectorial como la suma de las tasas de entrada y salida de empresas en el sector del comercio minorista (véase panel derecho del gráfico). Estos flujos se reducen de forma continua hasta el 2005, para mantenerse constantes hasta 2010, momento a partir del cual aumentan[6].

Con el objetivo de analizar en qué medida las distintas políticas regulatorias han desempeñado un papel determinante en la eficiencia del sector, a continuación se utilizan las diferencias regulatorias regionales a lo largo del tiempo para estimar el impacto de los diversos aspectos regulatorios sobre la primera de las medidas de eficiencia anteriormente mencionadas (véase cuadro)[7]. Como se puede comprobar, una mayor regulación, medida con el indicador sintético, supone una asignación menos eficiente del empleo (ecuación 1)[8]. El efecto negativo de una regulación más estricta también se observa si la relación es con cada uno de los aspectos regulatorios por separado (ecuaciones 2 a 8), si bien el efecto de los impuestos a las grandes superficies, las moratorias comerciales y la licencia a las grandes superficies y a las tiendas de descuento duro es más reducido que el que tienen aspectos como los horarios comerciales (tanto la apertura en domingos y festivos como el horario semanal global) y los períodos de rebajas.

En resumen, este análisis ilustra cómo la regulación económica puede generar efectos sobre la eficiencia de la economía. En el caso concreto del comercio minorista, el análisis desarrollado confirma que la transposición de la Directiva de Servicios y algunas medidas recientes relativas a los horarios comerciales y a las rebajas habrían generado una mejora en la productividad del sector.

6 Esta subida se ha mantenido a lo largo de 2013 y 2014.

7 Este ejercicio no se puede realizar con entradas y salidas, al no disponer de las tasas relativas a esos sectores por CCAA.

8 La regresión presentada incorpora variables ficticias anuales para evitar que factores temporales, como la crisis, que deberían afectar de igual manera a todas las CCAA, se confundan con el efecto de la regulación. En este sentido, se está explotando la variación regional de la regulación. Estos resultados también se mantienen incorporando a las anteriores ecuaciones variables ficticias de comunidad autónoma, con lo que se pretende explotar la variación temporal de la covarianza y la regulación dentro de cada comunidad autónoma.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Durante la crisis económica, la destrucción de empleo se concentró especialmente en determinados segmentos de trabajadores. En particular, alrededor del 60 % de los puestos de trabajo perdidos desde 2008 corresponde al sector de la construcción, cuyo peso en el empleo total ha pasado del 12 % en 2008 al 5,7 % en 2014. El análisis de la evolución de los trabajadores de la construcción resulta relevante no solo por la magnitud de las pérdidas de empleo en este sector, sino también porque presentan unas características[1] —como un menor nivel de formación— que, *a priori,* podrían dificultar su empleabilidad en otras ramas productivas, incluso en un entorno de recuperación económica como el que se prevé para la economía española en los próximos años.

Los datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL)[2] permiten analizar la situación laboral de los trabajadores que han perdido su empleo en este sector a lo largo de la crisis. En particular, en el gráfico 1 se presenta la evolución de la situación laboral entre 2007 y 2013 de aquellos trabajadores que se encontraban trabajando en la construcción a principios de 2007, distinguiendo si estos mantienen un empleo en el sector, si lo han encontrado en otra rama de actividad o si están sin empleo. En el gráfico 2 se muestra la misma información para el resto de trabajadores de la economía. Se observa que la elevada destrucción de empleo llevó a que, ya en 2009, menos de la mitad de estos trabajadores conservaran su empleo en la construcción y a que, en 2013, únicamente el 17,6 % continuara trabajando en este sector. Estas cifras son muy inferiores a las observadas en el resto de la economía, con casi el 50 % de los trabajadores manteniendo su empleo en el mismo sector en todo este período.

Por otra parte, el porcentaje de trabajadores que han encontrado empleo en otro sector es relativamente reducido. En concreto, solo un 22,9 % de los empleados que a principios de 2007 trabajaban en la construcción se encontraba empleado en 2013 en otra rama de actividad, lo que supone el 27,8 % de los que han perdido su empleo en este sector, frente al 40 % de los que han perdido su empleo en otro sector de actividad en este período. En términos de los sectores de destino, en el gráfico 3 se muestra que quienes han conseguido un empleo lo han hecho, con mayor frecuencia que los procedentes de otras ramas, en la industria manufacturera y en algunas ramas de servicios, como el transporte, el comercio o la hostelería, reflejando una mayor afinidad entre las habilidades requeridas por estos sectores y las ostentadas por los trabajadores procedentes de la construcción.

Por el contrario, los movimientos hacia sectores como el financiero, la sanidad y la educación son significativamente menos frecuentes que los observados entre los trabajadores del resto de ramas de la economía. En cuanto a la movilidad geográfica, un 18,9 % de los trabajadores de la construcción que han encontrado un empleo en otra rama de actividad lo ha hecho en una provincia diferente a la que trabajaba en 2007, lo que sería indicativo de una movilidad laboral mayor que en otros sectores (13,2 %).

Con el objetivo de identificar las características de los trabajadores de la construcción que pueden explicar la dificultad de su proceso de reasignación sectorial, en el cuadro 1 se muestra un análisis del efecto de algunas características personales sobre las probabilidades de encontrarse en el desempleo, empleado en el mismo sector o en otro sector de actividad, distinguiendo entre los trabajadores que al principio de la crisis se encontraban trabajando en el sector de la construcción de los del resto de la economía. Se observa que los trabajadores de mayor edad, con mayor experiencia en la empresa y menor nivel de cualificación han tenido especiales dificultades para encontrar otro empleo, probablemente reflejando un mayor nivel de capital humano específico y mayores obstáculos para lograr una recualificación profesional. En concreto, los grupos de edad más jóvenes muestran una menor probabilidad de estar sin empleo, lo que es el resultado de una mayor empleabilidad en otros sectores, ya que las probabilidades de mantenerse en la construcción son similares a las observadas entre los trabajadores mayores. Por nivel de cualificación, los trabajadores más cualificados del sector de la construcción se encuentran desocupados con menor probabilidad como consecuencia de que mantienen su empleo en este sector con mayor frecuencia y también han sido capaces de encontrar un empleo en otra rama con más facilidad. Por otra parte, los trabajadores con menos experiencia en la empresa cuando se inició la crisis perdieron su puesto de trabajo con mayor probabilidad y se encuentran sin empleo con más frecuencia en 2013. No obstante, en este caso han sido capaces de encontrar una nueva ocupación en otro sector en mayor medida que aquellos que acumulaban una mayor experiencia al inicio de la crisis.

Un análisis complementario de este proceso de reasignación sectorial puede obtenerse analizando los salarios percibidos[3] por estos trabajadores en 2013. En el cuadro 2 se presenta la evolución del salario mediano entre 2007 y 2013 de los trabajadores en función de su sector de actividad en estos años. Por un lado, se observa que, entre los trabajadores que han mantenido su empleo en el sector de

1 Según la EPA, los desempleados procedentes de la construcción muestran, respecto al resto, una mayor antigüedad en el empleo, un menor nivel de formación, una menor incidencia de la formación continua y eran, mayoritariamente, de ocupaciones poco cualificadas.

2 Para un detalle de las características de esta base de datos, puede verse S. Galán y S. Puente (2015), «Minimum Wages: Do They Really Hurt Young People?», *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy,* 15 (1), pp. 299-328.

3 En la MCVL se dispone de información sobre las bases de cotización declaradas que resulta una aproximación al salario percibido por los trabajadores, salvo para aquellos con salarios superiores a la base máxima de cotización. Los cálculos presentados no se ven afectados por la exclusión de estos trabajadores del análisis.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN LABORAL ENTRE 2007 Y 2013 DE LOS TRABAJADORES DE LA CONSTRUCCIÓN A PRINCIPIOS DE 2007

2 EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN LABORAL ENTRE 2007 Y 2013 DE TRABAJADORES EN EL RESTO DE LA ECONOMÍA A PRINCIPIOS DE 2007

3 SECTOR DE DESTINO DE LOS TRABAJADORES QUE HAN CAMBIADO DE SECTOR ENTRE 2013 Y 2007. DIFERENCIAS EN PUNTOS PORCENTUALES ENTRE LOS TRABAJADORES PROCEDENTES DE LA CONSTRUCCIÓN Y DEL RESTO DE SECTORES

1 IMPACTO DE LAS CARACTERÍSTICAS PERSONALES SOBRE LA PROBABILIDAD DE CADA SITUACIÓN LABORAL EN 2013 SEGÚN EL SECTOR DE ORIGEN EN 2007 (a)

Características a enero de 2007	Trabajadores en la construcción en 2007			Trabajadores en el resto de la economía en 2007		
	Sin empleo	En el mismo sector	En otro sector	Sin empleo	En el mismo sector	En otro sector
Nacionalidad extranjera	0,189***	-0,103***	-0,086***	0,210***	-0,178***	-0,031***
Varón	0,048***	-0,005	-0,042***	0,009***	-0,032***	0,023***
Edad entre 16 y 35 años	-0,165***	0,005	0,159***	-0,047***	-0,077***	0,124***
Edad entre 35 y 45 años	-0,109***	0,012***	0,097***	-0,063***	-0,001*	0,065***
Experiencia en la empresa menor de 6 meses	0,185***	-0,227***	0,042***	0,200***	-0,286***	0,086***
Experiencia en la empresa entre 6 y 12 meses	0,138***	-0,176***	0,038***	0,153***	-0,212***	0,059***
Experiencia en la empresa de 1 a 3 años	0,096***	-0,120***	0,024***	0,086***	-0,119***	0,032***
Grupo de cotización comprendido entre 1 y 3	-0,144***	0,112***	0,031***	-0,099***	0,112***	-0,012***

2 VARIACIÓN PORCENTUAL DEL SALARIO MEDIANO ENTRE 2013 Y 2007 SEGÚN EL SECTOR EN 2013 Y EL SECTOR DE ORIGEN EN 2007 (b)

	Construcción en 2007		Resto de economía en 2007	
	Mismo sector en 2013	Otro sector en 2013	Mismo sector en 2013	Otro sector en 2013
Total	0,3	-10,6	3,0	5,0
Por cualificación				
Alta	3,3	-5,5	2,7	5,8
Baja	0,8	-11,3	2,7	4,6
Por experiencia				
Más de un año en la empresa	-0,2	-8,1	1,1	0,1
Menos de un año en la empresa	0,2	-14,2	8,6	11,4

FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.
NOTA: *, ** y *** Coeficientes de significatividad al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.
a Probabilidad de estar en el desempleo, en el mismo sector o en otro, según el sector de actividad en 2007 y las características personales de los trabajadores estimada a partir de un modelo *logit* multinomial. El grupo de referencia es mujer, española, mayor de 45 años, con más de tres años de experiencia en la empresa y con un grupo de cotización comprendido entre el 4 y el 11.
b Salarios deflactados con el IPC.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

la construcción, no se ha producido un ajuste salarial en consonancia con la intensidad de la crisis del sector, ya que este colectivo de trabajadores ha visto su salario prácticamente estabilizado en términos reales (0,3 %). De hecho, se observa un aumento acumulado del 3,3 % entre aquellos con mayor nivel de cualificación, similar al observado en el resto de la economía, aunque entre los trabajadores de menor cualificación el incremento del salario en términos reales es inferior al observado en el resto de ramas de actividad.

Por otro lado, entre el colectivo de trabajadores que han conseguido un empleo en otro sector, se observa un ajuste de los salarios en términos reales significativo entre quienes procedían de la construcción (10,6 % inferior al de 2007), que no se observa entre el resto de trabajadores. Esta reducción salarial ha sido superior entre aquellos con menor nivel de cualificación y experiencia laboral, lo que reflejaría, entre otros factores, la pérdida de capital humano específico sufrida por los trabajadores del sector de la construcción que han encontrado un empleo en otra rama de actividad. Este ajuste de los salarios podría aproximar el coste, en términos de pérdida de productividad, asociado al proceso de reasignación sectorial.

En suma, el análisis precedente muestra que el proceso de reasignación sectorial de los trabajadores que han perdido su empleo en el sector de la construcción desde el inicio de la crisis dista de estar concluido, con un porcentaje de trabajadores que han encontrado un empleo en otra rama de actividad aún relativamente reducido. Este está siendo, además, un proceso especialmente costoso para determinados colectivos, como los trabajadores de más edad y con menor nivel de cualificación, cuya empleabilidad en otras ramas de la economía puede ser reducida. Las políticas de activación deberían concentrarse en adecuar las habilidades de estos colectivos de trabajadores a las requeridas por el resto de sectores económicos.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

4 LA DINÁMICA INFLACIONISTA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LA UEM

1 Introducción

El diferencial de inflación positivo frente al área del euro durante la primera década de la moneda común ha invertido su signo en los últimos años, en un contexto desinflacionista…

La dinámica de los precios de consumo en España durante la primera década de la unión monetaria se caracterizó por la acumulación de un diferencial de inflación positivo frente al conjunto del área del euro. Este diferencial, que durante la mayor parte de ese período mostró una magnitud y persistencia notables, dio lugar a una fuerte pérdida de competitividad frente a nuestros socios de la UEM. Sin embargo, durante la crisis esta tendencia se ha invertido y el diferencial de inflación ha pasado a ser favorable para la economía española, mostrando, como en la fase alcista anterior, un grado de inercia considerable.

El menor ritmo de avance relativo de los precios en nuestro país en el período más reciente ha coincidido con una moderación muy acusada de la tasa de inflación. La tasa de avance anual de los precios se ha reducido, desde niveles algo superiores al 5 % en el anterior máximo cíclico, hasta valores claramente negativos durante la mayor parte de la fase de recuperación actual, alcanzándose puntualmente tasas negativas en el entorno del –1 %, inéditas en el pasado reciente. Desde una perspectiva sectorial, la tónica de moderación de los precios en los servicios, un sector que tradicionalmente ha mantenido un claro sesgo inflacionario, ha sido el elemento que más ha contribuido a reducir el diferencial de inflación frente al área del euro en los dos últimos años.

… que ha sido el resultado de varios factores, tanto de demanda como de oferta

La reciente fase de desinflación ha venido caracterizada por la conjunción de varios factores, de diversa naturaleza, que se analizan en la siguiente sección del capítulo. Por el lado de la demanda, la contracción del gasto privado interno ha dado lugar a una importante brecha en la utilización de la capacidad productiva (véase capítulo 3 de este Informe). El consiguiente aumento en el grado de holgura cíclica ha contribuido a mantener la inflación en niveles reducidos a lo largo de todo este episodio. En paralelo, las reformas aplicadas en algunos mercados, y de manera singular en el ámbito laboral, han dado un impulso adicional —y, previsiblemente, más duradero— a la senda de moderación de la inflación. Este impulso se ha visto reforzado por la evolución negativa de los precios de algunos de los componentes más volátiles de la cesta de consumo y, especialmente, por la acusada caída del precio del petróleo.

Algunos de estos factores pueden tener consecuencias persistentes sobre la dinámica inflacionista y mejorar la capacidad de adaptación de la economía española ante las fluctuaciones cíclicas

La presencia de algunos elementos estructurales novedosos entre los factores anteriores sugiere que la relación entre inflación y actividad económica, que se había mantenido relativamente estable en la etapa anterior a la crisis, se ha podido ver alterada de manera duradera. La consolidación de un cambio de esta naturaleza en los procesos de fijación de los precios, sobre el que se ofrece una primera evidencia en la segunda sección de este capítulo, podría comportar efectos considerables a escala agregada. En particular, un mayor grado de flexibilidad nominal, especialmente si se hace extensivo a los salarios, podría mejorar la capacidad de reacción de la economía española ante perturbaciones adversas, facilitando un mayor ajuste relativo de los precios y una menor volatilidad en el nivel de actividad económica y en el empleo.

La desinflación se ha apoyado, fundamentalmente, en una fuerte moderación de los costes laborales

Con todo, la moderación en la pauta seguida por los precios de producción ha sido, en general, algo inferior a la registrada en el caso de los costes, sobre los que ha pivotado buena parte del esfuerzo de devaluación interna llevado a cabo durante los últimos años. En efecto, el excedente o margen bruto de explotación del conjunto de la economía ha mostrado un comportamiento contracíclico desde el comienzo de la crisis, lo que ha contribuido a amortiguar parcialmente el impacto negativo de la moderación de los costes la-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

borales unitarios (CLU) sobre los precios. En relación con este fenómeno, al que no son ajenas otras economías europeas, en la tercera sección de este capítulo se ofrece evidencia sobre algunos determinantes de este comportamiento reciente del excedente de explotación.

Se espera que la inflación en la UEM y en España retorne hacia valores más cercanos al 2 % a medio plazo, pero persiste el riesgo de un escenario con inflación baja durante un período amplio

De cara al futuro, los indicadores disponibles acerca de las expectativas de inflación, que se analizan en la cuarta sección del capítulo, son coherentes con una recuperación relativamente lenta de la inflación, tanto en España como en el conjunto de la UEM, hacia niveles más próximos a la referencia seguida por el Eurosistema en su noción de estabilidad de precios (que sería una tasa de inflación por debajo, pero próxima al 2 %). No obstante, esta recuperación no está exenta de ciertos riesgos, entre los cuales un hipotético desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo plantearía los mayores retos. De hecho, el objetivo central de algunas de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas recientemente por el Eurosistema es evitar que los bajos niveles de inflación terminen afectando a las expectativas de largo plazo y despejar los riesgos —aunque sean remotos— de una espiral deflacionaria (véase capítulo 2 de este Informe).

La posibilidad de un escenario de inflación baja durante un período prolongado suscita algunas cuestiones de interés en relación con el ajuste macrofinanciero en el que está inmersa la economía española. La necesidad de conservar y ampliar las recientes ganancias de competitividad requiere una continuada mejora de los precios relativos frente a nuestros principales socios comerciales; en particular, la UEM. Así, la recuperación de la actividad y de un cierto dinamismo en la inflación promedio del área es un factor clave de apoyo para la propia economía española. Al mismo tiempo, la absorción del todavía elevado endeudamiento de los hogares y de las empresas españolas se vería facilitada por un mayor dinamismo de las rentas nominales de estos agentes.

La aplicación conjunta de reformas estructurales, políticas fiscales contracíclicas y medidas monetarias acomodaticias en el seno de la UEM puede reducir estos riesgos

Los factores que subyacen a la baja inflación y los riesgos que esta implica dibujan un escenario complejo para el conjunto de la UEM, y en especial para aquellas economías que, como la española, todavía están absorbiendo los desequilibrios acumulados durante la crisis y la fase expansiva que la precedió. El escaso margen para políticas fiscales contracíclicas en este último grupo de economías y para bajadas adicionales en los tipos de interés del Banco Central Europeo (BCE) limita el número de las palancas disponibles para reducir los riesgos de un escenario como el descrito. No obstante, como se analiza en la última parte del capítulo, la aplicación conjunta de reformas estructurales (en los países todavía en proceso de ajuste), de estímulos fiscales (en los países de la UEM con margen para ello) y de medidas de política monetaria que induzcan expectativas de tipos de interés bajos durante un período prolongado puede desempeñar un papel muy relevante en este sentido.

Este capítulo analiza el proceso de desinflación que se ha observado en los últimos años en la economía española, poniendo especial énfasis en los determinantes de dicho proceso, sus posibles efectos sobre la dinámica inflacionista y el ajuste de precios relativos, así como el papel de las distintas políticas en un entorno en el que la inflación permanece en niveles muy reducidos durante un período prolongado. Para ello, el capítulo se estructura de la siguiente forma. La sección segunda describe los rasgos básicos de la dinámica inflacionista de la economía española durante los últimos años, entre los que se subraya el aumento en el grado de sensibilidad de los precios frente a cambios en la demanda agregada, que se identifica a raíz de la crisis. La tercera sección analiza la evolución de los costes y los márgenes y su influencia sobre la inflación en el período más reciente. La sección cuarta presenta varias medidas que recogen las expectativas de inflación de los agentes a medio plazo para la economía española. En la sección quinta se analizan algunos de los principales canales a través de los cuales un entorno

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

hipotético de inflación muy baja durante un período prolongado podría afectar al proceso de ajuste en una economía como la española, todavía inmersa en un proceso de absorción de varios de sus desequilibrios macrofinancieros, así como el papel de las distintas políticas económicas en dicho entorno. La última sección resume las principales conclusiones del capítulo.

2 La inflación en España en el contexto de la UEM

Desde la introducción de la moneda común, la inflación en la economía española ha mostrado un comportamiento claramente diferenciado, según el momento cíclico. En esta sección se analiza, en primer lugar, la evolución de la inflación en España en términos relativos al resto de la UEM, haciendo especial hincapié en la dinámica de los precios de los servicios como sector clave a la hora de explicar las fluctuaciones en el diferencial de inflación antes y durante el período de crisis. A continuación se evalúa el posible cambio en la sensibilidad de los precios ante la posición cíclica de la economía como un posible determinante, adicional a la debilidad de la demanda nacional, de la reciente moderación de la inflación en nuestro país.

Durante la fase expansiva, la inflación española superó ampliamente a la de la UEM…

Durante el período de expansión que se inició a mediados de la última década del pasado siglo, y que se vio truncado por el inicio de la crisis, la brecha de producción de la economía española fue persistentemente positiva. La presión de la demanda dio lugar entonces a tasas de inflación en España sistemáticamente superiores al 2 % (véase panel izquierdo del gráfico 4.1), superando así de manera continuada el ritmo de avance de los precios en el conjunto del área del euro[1]. En términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), el diferencial medio anual fue de 1,1 puntos porcentuales (pp) en el período 1999-2008.

… pero esta tendencia se ha invertido a lo largo de la crisis y, recientemente, la inflación española se ha situado por debajo de la correspondiente a la UEM

La recesión iniciada a finales de 2008 provocó una contracción de la demanda nacional más acusada en España que en la UEM, lo que se tradujo en un menor ritmo de avance relativo de los precios de consumo en nuestra economía. Este último efecto es particularmente visible una vez que se tiene en cuenta el impacto alcista que el proceso de consolidación fiscal en curso en España ha tenido sobre la inflación en estos últimos años. Entre otras medidas, dicho proceso ha comportado incrementos, en dos ocasiones, de los tipos impositivos del IVA[2], así como varias alzas de algunos artículos de precio regulado (véase panel derecho del gráfico 4.1). Así, a partir de 2009 el diferencial de inflación en términos del IAPC medido a impuestos constantes, elaborado por Eurostat, pasó a ser negativo, situándose en –0,5 pp en el promedio del período 2009-2014.

Los precios de los servicios se han moderado sustancialmente durante la recesión…

En este proceso reciente de desinflación relativa de la economía española frente a la UEM, es reseñable el cambio en la dinámica de los precios de los servicios, que se observa con claridad desde 2009. En efecto, en el período previo a la crisis, los precios de los servicios habían registrado incrementos en torno al 4 %, al mismo tiempo que mostraban una elevada rigidez y una escasa sensibilidad a las condiciones del ciclo económico. El dinamismo en los precios de este sector, junto con su elevado peso en la cesta de consumo de los hogares (casi el 40 % del gasto total), explican que estos artículos ejercieran la mayor contribución al avance del IPC durante la primera década de la moneda común (véase panel izquierdo del gráfico 4.2). Esta situación se revirtió a lo largo de la fase recesiva, de modo que, desde finales de 2009, se vienen observando incrementos próximos a cero en

1 Para un análisis detallado de los determinantes del diferencial de inflación de la economía española durante los primeros años de la UEM, véase, por ejemplo, J. D. López-Salido, F. Restoy y J. Vallés (2005), *Inflation differentials in EMU: the Spanish case,* Documentos de Trabajo, n.º 0514, Banco de España.

2 No obstante, el grado de traslación de estos aumentos impositivos fue relativamente reducido (en torno al 40 %), en contraste con las traslaciones casi completas observadas en la década de los noventa.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

GRÁFICO 4.1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Contribuciones calculadas con el modelo BEMOD [véase J. Andrés, P. Burriel y Á. Estrada (2006), *BEMOD: A DSGE Model for the Spanish Economy and the Rest of the Euro Area,* Documentos de Trabajo, n.º 0631, Banco de España]. Se agregan como *shocks* de oferta los correspondientes a productividad, márgenes, salarios y precio del petróleo; y como *shocks* de demanda, los de las preferencias de los hogares, tipo de interés, gasto público, demanda mundial y tipo de cambio.

CONTRIBUCIONES A LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

GRÁFICO 4.2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

los precios de estos artículos, una vez descontados los efectos de las subidas de impuestos y precios administrados. La contracción del gasto de los hogares y la disminución de los costes laborales por unidad de producto, en un sector particularmente intensivo en factor trabajo, habrían provocado el intenso ajuste de los precios relativos de los servicios en el período más reciente.

… en un proceso que ha tenido un carácter muy generalizado, afectando a la mayor parte de las partidas de gasto en estos artículos

El gráfico 4.3 representa el porcentaje de partidas (ponderado por su peso en el gasto total en consumo de los hogares) de bienes (panel izquierdo) y de servicios (panel derecho), en función de la tasa de variación interanual de sus precios. El gráfico ilustra claramente el reciente proceso de desinflación relativa de los servicios. En concreto, se aprecia que, en los años anteriores a la crisis, la gran mayoría de las partidas de servicios se encarecía a un ritmo superior al 2,5 % anual, mientras que casi ninguna de ellas se abarataba. Por el contrario, en el caso de los bienes, las proporciones de artículos que presentaban subidas elevadas de sus precios (de más del 2,5 %) y las de aquellos que experimentaban bajadas o subidas muy moderadas (inferiores al 1 %) estaban bastante más equilibradas. Sin embargo, en el período más reciente el peso de las partidas de gasto en servicios que

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

IPC: PROPORCIÓN DE SUBCLASES CON TASAS INTERANUALES POR INTERVALOS GRÁFICO 4.3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

presentan incrementos de precios elevados se ha reducido considerablemente. Al mismo tiempo, la proporción de servicios que moderan sus precios ha dejado de ser marginal, alcanzando más del 20 % a finales de 2014.

Diversos factores de oferta de naturaleza estructural pueden haber facilitado un aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación…

La reciente moderación de la inflación en la economía española ha venido motivada, en parte, por la fuerte contracción del gasto durante las fases más agudas de la crisis. En los tres últimos años, no obstante, diversos factores de oferta, como la fuerte caída del precio del petróleo registrada a lo largo de la segunda mitad de 2014 y la aplicación de diversas reformas en el ámbito laboral y en determinados mercados de bienes y servicios, han contribuido asimismo a moderar la senda de los precios (véase panel izquierdo del gráfico 4.1). En la medida en que algunos de estos factores tienen naturaleza estructural, su presencia puede haber facilitado cambios duraderos en la sensibilidad de los precios ante variaciones en el grado de holgura en la economía[3].

El gráfico 4.4 ofrece una primera evidencia acerca de un posible cambio estructural en la relación existente entre inflación y holgura económica. En cada uno de los paneles del gráfico se relaciona una variable representativa de la holgura cíclica con una medida de inflación construida a partir del IPSEBENE —que excluye aquellos componentes, como la energía y los alimentos no elaborados, cuyos precios normalmente se ven afectados de manera más directa por fluctuaciones en la oferta—, y depurada de los efectos derivados de los cambios en la imposición indirecta y en los precios regulados. En cuanto a las medidas de holgura, se consideran la tasa de variación intertrimestral del PIB, en un caso, y el cambio interanual de la tasa de paro, en el otro. Cada conjunto de observaciones construido de este modo se divide en dos períodos, uno comprendido entre 1996 y 2007 y otro que cubre la etapa de la crisis, entre 2008 y 2014.

Con independencia de la medida de holgura empleada, se aprecia un comportamiento claramente diferenciado de la relación entre las variables que aproximan el momento cíclico y la inflación en ambos períodos. En concreto, antes del inicio de la crisis, un mayor nivel de actividad o un menor aumento del desempleo, en general, no venían acompañados de una inflación más elevada. Por el contrario, la intensa contracción de la actividad a raíz de la crisis ha motivado un cambio en el signo de esta relación, de forma que los

3 Para un análisis inicial de esta cuestión, véase L. J. Álvarez y A. Urtasun (2013), «La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación», *Boletín Económico,* julio-agosto, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y CICLO ECONÓMICO

GRÁFICO 4.4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a IPSEBENE sin precios regulados ni impuestos.

aumentos en la tasa de paro o las caídas de la actividad han coincidido, en promedio, con retrocesos significativos en la tasa de inflación.

… que la estimación de modelos de curva de Phillips confirma

Una estrategia para analizar este fenómeno con más precisión consiste en estimar relaciones entre inflación y actividad del tipo curva de Phillips, en las que la inflación corriente depende de la inflación esperada y del grado de holgura cíclica en la economía[4]. El cuadro 4.1 recoge los resultados de las estimaciones de dos especificaciones alternativas de un modelo de estas características, utilizando como medida de inflación el IPSEBENE (depurado del efecto de los cambios impositivos y de precios regulados) y aproximando el grado de holgura mediante la variación interanual de la tasa de paro, en un caso, y la tasa de variación intertrimestral del PIB, en el otro. De acuerdo con estas estimaciones, para el período 1995-2007, un mayor nivel de actividad o una menor tasa de paro se habrían traducido en tasas de inflación más elevadas, si bien el efecto no es estadísticamente significativo. Asimismo, para ese mismo período se estima un elevado componente retrospectivo en la dinámica de los precios, de modo que la inflación revestiría un notable carácter inercial. Para el período más reciente (2008-2014), las estimaciones revelan un aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación. En efecto, el coeficiente de la variable de holgura cíclica bajo las dos especificaciones aumenta notablemente de magnitud y pasa a ser estadísticamente significativo.

El aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación es acorde con un menor grado de rigidez nominal

Este último resultado es coherente con una reducción del grado de rigidez nominal en la economía durante el período de crisis, posiblemente motivado por un ajuste más frecuente de los precios durante dicho período que en el pasado. La información de la encuesta de formación de salarios y precios llevada a cabo recientemente por el Banco de España

4 En concreto, siguiendo la especificación propuesta por L. Ball y S. Mazumder (2011), «Inflation Dynamics and the Great Recession», *Brookings Papers on Economic Activity,* se estiman curvas de Phillips del siguiente tipo:

$$\pi_t = \gamma\pi^0 + (1-\gamma)\,\frac{1}{4}(\pi_{(t-1)} + \pi_{(t-2)} + \pi_{(t-3)} + \pi_{(t-4)}) + \alpha h_{(t-1)} + e_t$$

donde π_t es la inflación en el trimestre t, π^0 es la referencia u objetivo de inflación del banco central a medio plazo, h^t es una medida de holgura, e_t recoge el impacto que sobre la inflación corriente pueden tener otros factores no modelizados explícitamente (esto es, el término del error) y γ y α son los parámetros que se han de estimar. De acuerdo con esta especificación, las expectativas de inflación son una combinación de un componente prospectivo *(forward-looking)*, que normalmente está ligado al objetivo o referencia que sigue la autoridad monetaria para la inflación a medio plazo, y otro retrospectivo *(backward-looking)*, aproximado en este caso mediante la inflación promedio de los últimos cuatro trimestres.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ESTIMACIÓN DE LA CURVA DE PHILLIPS (a) CUADRO 4.1

	Crecimiento del PIB		Variación de la tasa de paro	
	1996-2007	2008-2014	1996-2007	2008-2014
Grado de holgura cíclica	0,06	0,35	-0,10	-0,22
	(0,20)	(0,0)	(0,38)	(0,0)
Inflación esperada	0,42	0,34	0,28	0,51
	(0,02)	(0,0)	(0,02)	(0,0)

FUENTE: Banco de España.

a El modelo estimado es $\pi_t = \gamma\pi\hat{}o + (1-\gamma)\ 1/4\ (\pi_{(t-1)} + \pi_{(t-2)} + \pi_{(t-3)} + \pi_{(t-4)}) + \alpha h_{(t-1)} + e_t$, donde π_t es la inflación en el trimestre t, $\pi\hat{}o$ es la referencia u objetivo de inflación del banco central a medio plazo, h_t es una medida de holgura, e_t recoge el impacto que sobre la inflación corriente pueden tener otros factores no modelizados explícitamente (esto es, el término del error), y γ (inflación esperada) y α (grado de holgura cíclica) son los parámetros estimados. Entre paréntesis, el p-valor.

apunta en este sentido. Así, ponderando por el nivel de empleo, más del 40 % de las empresas indican que han elevado la frecuencia de cambio de sus precios respecto al período anterior a 2010, mientras que menos del 10 % lo han disminuido. Las restantes empresas no habrían modificado la frecuencia de cambio.

En otros países europeos también se ha detectado una mayor sensibilidad cíclica de la inflación, aunque no es un fenómeno global

El aumento de la sensibilidad cíclica se observa asimismo en otros países. Así, también centrados en el episodio de la última crisis, Oinonen *et al.* (2013) encuentran un incremento en la sensibilidad cíclica de la inflación a escala del conjunto de la zona del euro[5]. No obstante, también existe evidencia en sentido contrario, que apunta hacia una cierta moderación en el grado de respuesta de los precios a las condiciones cíclicas de la economía en Estados Unidos [Matheson y Stavrev (2013)] y en el conjunto de las economías avanzadas [FMI (2013)][6], lo que podría ser indicativo de que el aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación en el período más reciente puede tratarse de un fenómeno relativamente acotado al caso de algunas economías europeas.

La mayor sensibilidad cíclica es un resultado muy robusto a distintas medidas de los precios y del ciclo

Con todo, la comparación entre los diferentes trabajos existentes en esta área está sujeta a ciertas limitaciones, como resultado de la utilización de distintas medidas de inflación y de expectativas, así como de diferentes formas de aproximar el grado de holgura cíclica. Con el fin de comprobar la robustez de los resultados anteriores para el caso de la economía española —y, en particular, el relativo al aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación durante la crisis—, se han estimado especificaciones diferentes del modelo general anterior de curva de Phillips en el que se emplean variables alternativas para aproximar la inflación, las expectativas de inflación y el grado de holgura, así como distintas combinaciones entre estos tres grupos de variables. En concreto, se consideran combinaciones de diez medidas alternativas de inflación, expectativas de inflación y grado de holgura, lo que da lugar a mil posibles configuraciones del modelo base.

El gráfico 4.5 representa la distribución de todas las estimaciones del parámetro de sensibilidad cíclica en el período previo a la crisis, junto con las correspondientes estimaciones

5 Véase S. Oinonen, M. Paloviita y L. Vilmi (2013), *How have inflation dynamics changed over time? Evidence from the euro area and the USA,* Bank of Finland Research Discussion Papers. M. Riggi y F. Venditti (2014), *Surprise! Euro area inflation has fallen,* Occasional Papers, n.º 237, Banca d'Italia, presentan resultados similares para los casos de Italia, Francia y España; y S. Fabiani y M. Porqueddu (2013), «La flessibilitá dei prezzi in Italia: evidenze per il período 2006-2012», mimeo, Banca d'Italia, encuentran evidencia de un cierto aumento en el grado de flexibilidad de los precios en la economía italiana a lo largo de la crisis, que asocian, en parte, a la dinámica de la demografía empresarial.

6 Véanse T. Matheson y E. Stavrev (2013), «The Great Recession and the Inflation Puzzle», *Economics Letters,* 120 (3), pp. 468-472, y Fondo Monetario Internacional (2013), «The dog that didn't bark: Has Inflation been muzzled or was it just sleeping?», *World Economic Outlook,* abril.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

DISTRIBUCIÓN DEL COEFICIENTE DE SENSIBILIDAD CÍCLICA (a) GRÁFICO 4.5

FUENTE: Banco de España

a Histograma del coeficiente de holgura cíclica en mil modelos diferentes para el período previo a la crisis y otros mil modelos para el período posterior a la crisis. En concreto, se consideran las combinaciones de 10 formas de medir la inflación (IPC, IPC sin impuestos ni precios administrados, IPSEBENE, IPSEBENE sin impuestos ni precios administrados, IPC sin energía ni alimentos, IPC sin energía ni alimentos ni impuestos ni precios administrados, deflactor del PIB, deflactor del valor añadido, deflactor del valor añadido de la economía de mercado y deflactor del consumo privado), 10 aproximaciones a las expectativas de inflación (objetivo del Eurosistema, inflación esperada por los predictores de *Consensus Forecast,* encuesta a los consumidores de la Comisión Europea, medidas de expectativas del PMI de manufacturas y el PMI de servicios, inflación implícita en los *swaps* a 1, 2, 3, 4 y 5 años) y 10 formas de aproximar el grado de holgura (crecimiento del PIB, variación del consumo, utilización de la capacidad productiva, *output gap* estimado por el Banco de España y por la Comisión Europea, variación interanual de la tasa de paro, tasa de paro, *recession gap,* paro cíclico y participación de la remuneración de asalariados en el PIB nominal).

para el período posterior. A partir de estos resultados, se hace evidente que, durante el período más reciente, se ha producido un aumento considerable en la proporción de especificaciones del modelo base para las que se detecta un incremento en la sensibilidad cíclica de la inflación en nuestra economía. En concreto, en el 73 % de las especificaciones estimadas, la elasticidad en el período posterior a la crisis es superior a la identificada en el período previo.

Un mayor grado de respuesta de los precios ante las fluctuaciones cíclicas debería mejorar la capacidad de adaptación de la economía española...

La consolidación del mayor grado de respuesta de los precios al momento cíclico identificado en el análisis anterior supondría, de cara a futuro, una mejora clara en la capacidad de ajuste de la economía española frente a perturbaciones en la demanda. Ello permitiría hacer bascular en mayor medida los efectos de estas perturbaciones sobre los precios y reducir así la amplitud de las fluctuaciones de la actividad y el empleo, y los costes en términos de bienestar asociados a ellas. En este sentido, algunos de los desarrollos normativos adoptados en los últimos años (como la mayor flexibilidad interna de las empresas tras la entrada en vigor de la reforma laboral y la Ley de Desindexación, aprobada recientemente) deberían contribuir a reducir la incidencia de las rigideces nominales, que han limitado tradicionalmente la capacidad de adaptación de la economía española en fases recesivas.

... aunque la evidencia de este fenómeno en fases expansivas es todavía muy limitada

No obstante, la evidencia acumulada hasta el momento acerca del reciente aumento de la sensibilidad cíclica de la inflación es todavía limitada, en el sentido de que la mayor parte del período muestral posterior a 2008 se corresponde con períodos de fuerte contracción de la actividad, lo que exige una nota de cautela a la hora de proyectar este fenómeno hacia el futuro. En particular, es preciso poder analizar la dinámica inflacionista en una fase expansiva suficientemente prolongada para poder extraer conclusiones más firmes acerca no solo de la persistencia del cambio en las pautas de fijación de precios, sino también de su carácter potencialmente diferenciado entre recesiones y expansiones económicas.

3 Precios, costes y márgenes

La moderación en la tasa de avance de los precios de consumo experimentada por la economía española —tanto en términos absolutos como en relación con la UEM— en los

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EVOLUCIÓN DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS Y SUS COMPONENTES

GRÁFICO 4.6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Las ganancias en competitividad observadas durante la crisis han descansado, fundamentalmente, en la moderación de los costes laborales unitarios…

últimos años ha descansado en buena medida en la fuerte reducción de los costes laborales registrada durante, prácticamente, todo el período de crisis. Tras una fase de crecimiento continuado, los CLU se desaceleraron intensamente en 2009, para pasar a registrar caídas sostenidas a partir de entonces. El incremento en la productividad aparente del trabajo, ligado al elevado ritmo de destrucción de empleo, es el factor que explica en mayor medida la desinflación de costes laborales durante las primeras fases de la crisis (véase gráfico 4.6). Posteriormente, la moderación en los crecimientos salariales, que se ha hecho más patente en los últimos años, ha contribuido a prolongar la senda de compresión de costes laborales hasta estos momentos.

La traslación de la reducción en los costes laborales a los precios ha sido, no obstante, parcial y, de hecho, las ganancias competitivas durante el período más reciente son significativamente mayores cuando estas se estiman a través de medidas de costes, en lugar de precios. En efecto, mientras que las medidas construidas a partir de indicadores de costes muestran cómo la pérdida de competitividad de la economía española acumulada durante la última expansión se ha corregido notablemente, los índices correspondientes basados en precios revelan que esta corrección es menos acusada, si bien, en este segundo caso, el desajuste de precios relativos durante la fase expansiva fue muy inferior (véase gráfico 4.7). Como se ha señalado en la sección anterior, las sucesivas alzas en los impuestos indirectos y en algunos precios regulados, ligadas al proceso de consolidación fiscal, han contrarrestado parcialmente el impacto negativo de la reducción de los costes laborales sobre los precios finales. Adicionalmente, en el proceso de fijación de precios también desempeña un papel determinante el comportamiento de los márgenes empresariales, que refleja la capacidad o la disponibilidad de los productores para trasladar las variaciones de costes e impuestos a sus precios de venta.

… mientras que el excedente unitario ha mostrado un comportamiento contracíclico

El gráfico 4.8 muestra la evolución de los componentes del deflactor del PIB (costes, impuestos indirectos y excedente bruto de explotación unitario)[7] durante los cinco últimos años. Además de la contracción en los CLU y del impacto positivo que tuvieron las alzas en los impuestos indirectos acometidas en 2010 y 2012, el gráfico pone de manifiesto un marcado comportamiento contracíclico del excedente unitario, que recoge, fundamentalmente,

7 Para una descripción de la forma de descomponer la evolución de los deflactores en sus distintos componentes, véase Servicio de Estudios del Banco de España (2005), *El análisis de la economía española.*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO
Tasas acumuladas desde diciembre de 1998

GRÁFICO 4.7

FUENTE: Banco de España.

a TCER: tipo de cambio efectivo real.
b Pérdida máxima de competitividad desde 1998.

DEFLACTOR DEL PIB Y SUS COMPONENTES

GRÁFICO 4.8

FUENTE: Intituto Nacional de Estadística.

la evolución de los márgenes empresariales[8], variable que, no obstante, es difícil de estimar de forma directa. Según la información que se presenta en el cuadro 4.2, en el período 2008-2013 el deflactor del VAB creció en España menos que en el conjunto de la UEM, como consecuencia de la aportación negativa de los CLU relativos. Por el contrario, el excedente unitario mantuvo una aportación positiva al diferencial. El análisis por ramas productivas pone de manifiesto que en todas ellas, en mayor o menor medida, los CLU contribuyeron negativamente al diferencial de inflación con la UEM en el período 2008-2103, mientras que el excedente bruto unitario, en todos los casos, operó en dirección contraria, lo que contribuyó a reducir la intensidad del ajuste relativo de precios en nuestra economía[9].

8 El excedente bruto de explotación incluye además, entre otros factores, la remuneración del capital y el coste por depreciación.
9 Es preciso tener presente que la medición del excedente bruto de explotación puede diferir entre distintas fuentes estadísticas, lo que refleja las discrepancias metodológicas en su elaboración. Por ejemplo, en el contexto de las estadísticas de la economía española, mientras que los datos de la Contabilidad Nacional se elaboran

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

APORTACIONES AL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

CUADRO 4.2

	2001-2007	2008-2013
1 Total economía		
Coste laboral unitario	1,2	-1,0
Excedente bruto de explotación unitario con impuestos	0,6	0,6
Deflactor del VA	1,7	-0,4
2 Agricultura		
Coste laboral unitario	-0,3	-0,5
Excedente bruto de explotación unitario con impuestos	0,8	0,5
Deflactor del VA	0,5	-0,1
3 Industria y energía		
Coste laboral unitario	1,4	-1,0
Excedente bruto de explotación unitario con impuestos	1,1	1,5
Deflactor del VA	2,5	0,6
4 Construcción		
Coste laboral unitario	2,1	-3,4
Excedente bruto de explotación unitario con impuestos	0,3	0,3
Deflactor del VA	2,4	-3,1
5 Servicios totales		
Coste laboral unitario	0,8	-0,8
Excedente bruto de explotación unitario con impuestos	0,5	0,4
Deflactor del VA	1,3	-0,4

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

La evolución del excedente parece guardar relación con los condicionantes financieros que han prevalecido durante la crisis…

El comportamiento contracíclico del excedente, con carácter generalizado en las distintas ramas productivas, incluso en aquellas más expuestas a la competencia procedente del exterior, sugiere la posible presencia de algún factor común que haya llevado a las empresas españolas, en promedio, a aumentar sus márgenes, con independencia del sector productivo de referencia. De entre los posibles determinantes de este comportamiento, los condicionantes financieros pueden haber desempeñado un papel relevante. En efecto, el endurecimiento en las condiciones de financiación que se produjo con el inicio de la crisis, junto con el elevado grado de endeudamiento del conjunto del sector empresarial al comienzo de este episodio, ha podido ejercer una cierta presión al alza sobre los precios fijados por las compañías, con el objetivo de lograr márgenes más elevados con los que compensar el encarecimiento y la posible escasez de las fuentes de financiación externas. En esta línea, algunos trabajos anteriores, centrados en la economía estadounidense, como Chevallier y Scharfstein (1996) y Gilchrist, Schoenle, Sim y Zakrajsek (2013)[10], encuentran evidencia de que, en recesiones en las que las condiciones de financiación empresarial se deterioran, las compañías tienden a aumentar los márgenes para reforzar su capacidad de generación interna de fondos a corto plazo, incluso a riesgo de sufrir pérdidas duraderas en su cuota de mercado.

siguiendo los criterios contables de las Cuentas Nacionales (armonizados de acuerdo con el estándar contable SEC-2010), otras fuentes, como la Central de Balances o la Agencia Tributaria, se rigen por las normas de la contabilidad empresarial. Esto implica que, más allá de las diferencias muestrales, el tratamiento de los consumos intermedios y de los pagos impositivos puede diferir en las respectivas bases de datos, y con ello el cómputo de las distintas aproximaciones al excedente.

10 J. A. Chevallier y D. S. Scharfstein (1996), «Capital-Market Imperfections and Countercyclical Markups: Theory and Evidence», *American Economic Review,* American Economic Association, vol. 86 (4), y S. Gilchrist, R. Schoenle, J. W. Sim y E. Zakrajsek (2013), *Inflation Dynamics During the Financial Crisis,* Working Papers, n.º 78, Brandeis University, Department of Economics and International Business School.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

RELACIÓN ENTRE EXCEDENTE Y DEUDA

GRÁFICO 4.9

FUENTE: Eurostat.

El origen financiero de la crisis iniciada en 2008 y su fuerte impacto negativo sobre los mercados de crédito, en principio, aportan cierta verosimilitud a la hipótesis anterior, que liga positivamente el grado de tensionamiento financiero y los márgenes empresariales. La evidencia a escala internacional apuntaría asimismo en esta dirección. En particular, en los países europeos donde el sector empresarial presentaba un mayor nivel de endeudamiento al comienzo de la crisis y que han sufrido con especial intensidad el endurecimiento de las condiciones de crédito durante aquella, incluidos Irlanda, Portugal y España, el aumento del excedente de explotación como proporción del VAB ha sido particularmente acusado (véase gráfico 4.9).

… y con la presencia de limitaciones a la competencia en algunos sectores

A partir de información desagregada a escala de empresa, proveniente de la Central de Balances del Banco de España, Montero y Urtasun (2014)[11] encuentran evidencia a favor tanto de la hipótesis financiera como de la existencia de ciertas limitaciones en el grado de competencia en ciertos sectores. En particular, en aquellas ramas cuyo nivel de endeudamiento era más elevado en 2007, las empresas habrían establecido márgenes relativamente más altos. Este último efecto también se identifica en el caso de aquellos sectores donde el grado de concentración es más elevado y, presumiblemente, las fuerzas competitivas más débiles. En este sentido, la aplicación de reformas dirigidas a incrementar el grado de competencia debería facilitar un mayor grado de traslación de las fluctuaciones en los costes a los precios de venta (y un menor impacto sobre el volumen de actividad) en aquellas actividades con un nivel de concurrencia más limitado.

4 El escenario de inflación a medio plazo

Durante 2014 y los primeros meses de 2015, las previsiones de inflación se fueron revisando a la baja, especialmente tras la caída del precio del petróleo

El proceso de desinflación que comenzó en 2013 se ha prolongado desde entonces y ha ganado intensidad en el período más reciente, debido, en gran medida, a la fuerte moderación del precio del petróleo. De hecho, desde el verano del pasado año, la inflación ha registrado tasas negativas de manera sistemática y la mayoría de las previsiones tanto de los analistas privados como de las principales instituciones internacionales apuntan a que los precios pueden seguir disminuyendo a corto plazo. El gráfico 4.10 ilustra cómo se han ido revisando a la baja las previsiones de inflación en España, para los años 2014 y 2015, publicadas por los principales organismos públicos y privados a lo largo de los últimos trimestres[12], y, de manera especial, como resultado del brusco ajuste de la cotización del

11 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.

12 En concreto, se incluyen las previsiones de inflación para España publicadas en los ejercicios regulares de previsión de la OCDE, Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional, así como la media y las bandas correspondientes al 95 % de la distribución de previsiones que publica *Consensus Forecast* una vez al mes, y que recogen las que elabora una veintena de analistas privados españoles y extranjeros.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN DEL IPC PARA ESPAÑA

GRÁFICO 4.10

FUENTES: OCDE, Fondo Monetario Internacional, Comisión Europea y *Consensus Forecast.*

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN ESPAÑA Y EN LA UEM

GRÁFICO 4.11

FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast y Bloomberg.

crudo en los mercados internacionales que se produjo a lo largo de la segunda mitad del pasado año.

Los indicadores de expectativas de inflación anticipan un escenario de inflación muy baja en los próximos meses

Los distintos indicadores disponibles basados en encuestas apuntan, asimismo, hacia un escenario de inflación muy reducida para los próximos meses. Por ejemplo, la encuesta de opinión de los consumidores que elabora la Comisión Europea (panel izquierdo del gráfico 4.11) muestra que el porcentaje de hogares que, tanto en España como en el conjunto de la UEM, esperan caídas de precios en los doce meses siguientes seguía en niveles relativamente elevados durante los primeros meses de 2015. Por otro lado, el panel derecho del gráfico 4.11 ilustra la evolución de los valores esperados de la tasa de inflación a un año vista obtenidos a partir de las diversas fuentes disponibles: la media de las previsiones a un año de *Consensus Forecast,* la tasa esperada implícita de la anterior encuesta de opinión de la Comisión Europea y la información basada en los contratos de permuta de riesgo de inflación *(swaps)* a un año. A pesar de que existe un cierto grado de discrepancia entre estas fuentes, parece claro que en todos los casos las expectativas de inflación a un año para la economía española comenzaron a caer a finales de 2012, y anticipan tasas reducidas a lo largo de 2015.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN ESPAÑA Y EN LA UEM

GRÁFICO 4.12

FUENTE: Bloomberg.

A medio y largo plazo, las expectativas son coherentes con un escenario de inflación reducida

A horizontes más amplios, a partir de la información de los *swaps* de inflación[13], las tasas medias anuales esperadas en España mostraron una tendencia decreciente desde el último trimestre de 2012, coincidiendo con la intensa desinflación registrada en el conjunto de la UEM en este período. Por ejemplo, como ilustra el gráfico 4.12, la inflación esperada en estos mercados en los próximos cinco y diez años se ha situado sistemáticamente por debajo del 2 % desde 2013.

A efectos de aislar el impacto de las fluctuaciones a corto plazo en los precios sobre las expectativas de inflación a horizontes amplios, una métrica comúnmente utilizada es la inflación promedio esperada durante cinco años dentro de cinco años. Esta medida para la economía española ha oscilado entre el 2,5 % y el 2 % durante la mayor parte del período de crisis, salvo en episodios transitorios, pero en el tramo final del pasado año cayó también por debajo del 2 %. Al igual que ha ocurrido en el conjunto de la UEM (véase capítulo 2 de este Informe), dicha tendencia decreciente no se ha interrumpido prácticamente hasta comienzos de 2015, coincidiendo con el anuncio y puesta en marcha de la ampliación del programa de compra de activos por parte del BCE.

En definitiva, las distintas fuentes de información acerca de la evolución prevista de los precios de consumo sugieren que los agentes esperan que la tónica reciente de inflación muy baja vaya a continuar en el futuro próximo. Asimismo, a pesar de la recuperación económica en marcha, cuya prolongación se proyecta para los próximos años tanto en España como en el conjunto de la UEM[14], la evidencia correspondiente al período más reciente es coherente con una cierta brecha entre las expectativas de inflación a medio plazo y la referencia de estabilidad de precios utilizada por el BCE.

13 Las tasas de inflación esperada que reflejan estos datos deben tomarse con cautela, especialmente en los plazos más largos, puesto que incorporan la valoración de diversos riesgos (especialmente, el riesgo de inflación, aunque también los riesgos de contraparte y de liquidez) que hacen los mercados y que pueden cobrar un mayor peso cuanto más largo es el horizonte del contrato y, por tanto, mayor la incertidumbre.

14 Las proyecciones macroeconómicas más recientes para la economía española elaboradas por el Banco de España pueden consultarse en el *Boletín Económico* de abril de 2015, mientras que las correspondientes a la UEM, elaboradas por el personal del BCE, están disponibles en *ECB staff macroeconomic projection for the euro area,* de marzo de 2015.

5 Ajuste macrofinanciero en un entorno de baja inflación: condicionantes, riesgos y políticas

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En un contexto como el descrito en la sección anterior, caracterizado por unas expectativas de inflación muy baja durante un período prolongado, resulta relevante analizar los mecanismos a través de los cuales el escaso dinamismo de los precios puede condicionar el proceso de ajuste macrofinanciero en el que está inmersa la economía española, así como la capacidad de distintas políticas para mitigar los efectos adversos de un hipotético enquistamiento de las expectativas de inflación en niveles incoherentes con la estabilidad de precios. Este el objeto de esta sección.

Un escenario de inflación muy baja durante un período relativamente amplio en el conjunto de una unión monetaria apenas tiene referentes históricos directos. En el caso de la economía española, esta circunstancia se da paralelamente a un proceso de ajuste de los desequilibrios acumulados en la anterior fase expansiva de una elevada intensidad y complejidad, así como a la adopción de algunas reformas estructurales de calado, con un impacto no desdeñable sobre la actividad y los precios. La conjunción de estos factores plantea retos importantes a la hora de analizar cómo un nivel bajo de inflación afecta, dependiendo de su origen, a la corrección de los principales desequilibrios y a la capacidad de recuperación duradera de la economía española. Y, en sentido opuesto, resulta relevante evaluar cómo el proceso de ajuste macrofinanciero en marcha y los condicionantes a los que se enfrenta la política monetaria, a su vez, podrían influir sobre la dinámica inflacionista.

En la presente sección se analizan estos aspectos, prestando especial atención, por un lado, a los condicionantes a los que, en estos momentos, se enfrenta la política monetaria en el área del euro y, por otro lado, a los posibles efectos que distintas políticas económicas pueden tener en el contexto actual de la economía española. En el recuadro 4.1 se ofrece una aproximación cualitativa a los distintos mecanismos y efectos descritos a continuación, utilizando para ello un modelo macroeconómico de un área monetaria con dos regiones que presentan distinto grado de vulnerabilidad macrofinanciera.

La elevada persistencia de tasas de inflación reducidas refleja y, a su vez, incide sobre la inercia del proceso de desapalancamiento de los agentes privados

La naturaleza financiera de la reciente crisis, motivada en parte por una acumulación excesiva de deudas por parte del sector privado durante la última fase expansiva, ha añadido intensidad y persistencia a la dinámica bajista de la inflación en la economía española a lo largo del período reciente. Así, como reflejo del proceso de desapalancamiento gradual en el que están inmersos tanto el sector de hogares como el de empresas, y de la consecuente reducción en la capacidad de gasto de estos agentes, la demanda interna ha mantenido durante estos últimos años un tono de marcada debilidad, que solo se ha revertido con motivo de la recuperación iniciada a mediados de 2013. Con todo, la intensa caída en el nivel de la demanda nacional desde el comienzo de la crisis ha tenido un impacto notable y duradero sobre la evolución de los precios[15].

Un aspecto que resulta especialmente relevante en este contexto es la posible retroalimentación entre el proceso de desapalancamiento privado y sus consecuencias negativas sobre la inflación y, eventualmente, sobre el nivel de actividad económica. En un entorno de elevado endeudamiento, la propia caída en la tasa de inflación puede dar lugar a un efecto contractivo adicional a través de su impacto positivo sobre el valor real de las deudas vivas, lo cual a su vez reforzaría las presiones bajistas sobre los precios. En particular, una caída en la tasa de inflación motivada por una moderación de las rentas nominales,

15 En el mínimo cíclico, que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2013, la demanda nacional privada había retrocedido un 18 % con respecto al nivel máximo alcanzado antes de la crisis. Esta caída se había moderado, hasta registrar algo más del 12 % del citado máximo, a finales de 2014.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

en un escenario de contracción de la demanda, tiende a aumentar la duración, la intensidad y el coste del proceso de desendeudamiento[16].

En circunstancias normales, una reducción de los tipos de interés nominales suaviza los efectos adversos de una contracción en la demanda en un entorno de elevado endeudamiento…

En una situación como la descrita, la política monetaria puede desempeñar un papel relevante a la hora de mitigar una dinámica negativa de caídas acusadas en los precios, las rentas y el nivel de producción y el empleo. Así, en circunstancias normales, en las que el banco central tiene la capacidad de acomodar sus tipos de interés nominales ante una perturbación negativa sobre la demanda, el consiguiente efecto positivo sobre la inflación alivia algunos de los costes de la recesión a través de varios canales. En concreto, una respuesta suficientemente intensa por parte de la autoridad monetaria puede ser efectiva para reducir los tipos de interés reales, lo que supone un soporte para el gasto en consumo e inversión por parte de los agentes privados. A su vez, el estímulo monetario opera, bajo condiciones generales, favoreciendo una depreciación del tipo de cambio y, por tanto, un comportamiento más expansivo de las exportaciones netas. Asimismo, un mayor ritmo de avance de los precios permite suavizar la carga real de las deudas y facilita un saneamiento menos costoso de la situación patrimonial de los agentes endeudados. Esto último puede tener efectos expansivos notables sobre la capacidad de gasto agregada, especialmente en el ámbito de una economía, como la española, que mantiene una elevada posición deudora neta frente al exterior.

… pero, si los tipos de interés están constreñidos por su cota inferior efectiva, un desanclaje de las expectativas podría afectar negativamente al proceso de ajuste macrofinanciero

No obstante, la práctica inexistencia de margen para rebajas adicionales en los tipos de interés de las operaciones principales de financiación en el contexto actual de la UEM limita notablemente la capacidad estabilizadora de este instrumento de la política monetaria. Resulta claro que, en estas circunstancias, y en ausencia de medidas alternativas, como las adoptadas recientemente por el BCE, una perturbación negativa de la demanda puede ver magnificados sus efectos negativos sobre la actividad y los precios. En concreto, el impacto desinflacionario original se traduce, en ausencia de una bajada de los tipos de interés nominales, en un aumento directo de los tipos reales, con el consiguiente efecto contractivo sobre la demanda agregada y los precios, adicional al generado por la propia perturbación inicial.

La materialización de un período prolongado con tasas de inflación anormalmente bajas podría terminar afectando negativamente a las expectativas de los agentes acerca del curso futuro de la inflación. En ese caso, un eventual desanclaje de las expectativas de inflación actuaría como una perturbación negativa adicional y persistente sobre la demanda agregada.

La posibilidad de un escenario de riesgo de estas características plantea retos importantes de política económica

La posibilidad de un escenario de riesgo que incluya los anteriores factores adversos —demanda interna débil e inflación muy baja durante un período prolongado, con posible desanclaje de expectativas de inflación y tipos de interés nominales en su cota inferior efectiva— genera retos importantes para las distintas autoridades económicas. Entre las medidas que se han planteado en este contexto para reducir la probabilidad de un escenario como el anterior, hay dos que han atraído una atención especial entre las autoridades económicas: medidas de política monetaria no convencionales y reformas estructurales en los mercados de productos y factores[17].

16 Este efecto Fisher o de deflación de deudas es analizado en detalle en J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang*, Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España. Estos autores muestran cómo, no obstante, la presencia de deudas a largo plazo (como es el caso de la mayor parte de las hipotecas de los hogares españoles) tiende a mitigar la intensidad de este efecto.

17 Véanse, por ejemplo, M. Draghi (2014), «Unemployment in the euro area», discurso impartido en el Simposio Anual de Banca Central de Jackson Hole, 22 de agosto de 2014; B. Coeuré (2014), «Structural reforms: learning the right lessons from the crisis», discurso impartido en el Banco de Letonia, 17 de octubre de 2014, y Comisión Europea (2014), *Annual Growth Survey 2015.*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Las medidas monetarias no convencionales que reducen los tipos de interés esperados resultan útiles para estimular la demanda a corto plazo

La restricción que impone la cota inferior sobre los tipos de interés nominales a corto plazo puede subsanarse parcialmente mediante actuaciones del banco central sobre los tipos de interés a plazos más largos, a través de medidas de política monetaria no convencional (véase capítulo 2 de este Informe). En estos casos, las distintas herramientas disponibles para la autoridad monetaria (políticas de comunicación dirigidas a la «orientación de expectativas», compras de activos, etc.) comparten el objetivo común genérico de promover una reducción en los tipos de interés reales en horizontes amplios, coherentes con el período temporal relevante para las decisiones de gasto de consumo e inversión de los agentes. El impacto negativo de este tipo de medidas no convencionales sobre los tipos reales suele descansar en movimientos opuestos de los tipos de interés nominales (a la baja) y de las expectativas de inflación (al alza) en los plazos de referencia. En el recuadro 4.2 se analiza cómo una medida dirigida a mantener los tipos de interés nominales en su cota mínima durante un período más amplio que el que dictaría la aplicación de una regla monetaria estándar (basada en la inflación corriente) puede ser, asimismo, efectiva para mitigar los posibles efectos adversos a corto plazo que pueden provocar determinados desarrollos con impacto desinflacionista, como la reciente caída en los precios del petróleo.

Las reformas estructurales pueden desempeñar un papel importante, en un contexto en el que el banco central mantiene una política monetaria expansiva a través de medidas no convencionales

Como resultado natural del mayor grado de competencia y eficiencia de los mercados de productos y de trabajo, las reformas estructurales normalmente dan lugar a una cierta moderación salarial y a unas tasas de inflación más bajas a corto plazo. Estos dos efectos pueden provocar un impacto inicial parcialmente negativo en la demanda agregada, a través, fundamentalmente, del efecto proveniente de salarios por hora trabajada más moderados sobre la renta de los hogares y del incremento en el valor real de las deudas causado por el efecto desinflacionario de las reformas. Frente a estos efectos negativos, que la literatura de referencia ha identificado como, fundamentalmente, transitorios y limitados a un período breve tras su implementación, las reformas ejercen un impacto positivo de carácter permanente a través de varios canales relevantes. Entre ellos, destaca su efecto dinamizador sobre la competitividad (que facilita una mejora en el saldo exterior), sobre el empleo (que aumenta como consecuencia de la moderación salarial y del aumento de la demanda exterior) y sobre las expectativas de crecimiento futuro. Este último efecto, que refleja el hecho de que la actividad y el empleo a largo plazo de una economía dependen inversamente de las ineficiencias de sus mercados de productos y factores, tiene, asimismo, consecuencias positivas sobre la renta permanente de los agentes. Las expectativas de mayores ritmos de avance del producto y las rentas en el futuro inciden, normalmente, de forma positiva sobre el gasto y la actividad a corto plazo, favoreciendo una recuperación más temprana de los precios de los activos, la capacidad financiera de las empresas, el crédito y la inversión. De este modo, el impacto dinamizador de las reformas estructurales puede incluso prevalecer sobre los anteriores efectos contractivos transitorios a corto plazo[18].

La aplicación conjunta de reformas estructurales y medidas de política monetaria no convencional

Los argumentos anteriores ponen de manifiesto que, incluso cuando la política monetaria convencional está restringida, los dos tipos de políticas consideradas —reformas estructurales y medidas de política monetaria no convencional— tienen el potencial de aliviar los costes asociados a perturbaciones financieras y reales negativas. En este sentido, un

18 J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014) analizan en detalle los mecanismos a través de los cuales este tipo de reformas afecta a la actividad y a los precios en el corto plazo en una economía que se halla inmersa en un proceso de desapalancamiento. Otros trabajos recientes han enfatizado que, bajo determinadas circunstancias, la falta de margen para acometer rebajas de tipos de interés adicionales puede provocar que este tipo de reformas tenga un ligero efecto contractivo a corto plazo, que, no obstante, sería muy poco duradero [véase, por ejemplo, G. Eggertsson, A. Ferrero y A. Raffo (2014), «Can structural reforms help Europe?», *Journal of Monetary Economics*, vol. 61, p. 2-22].

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

puede producir sinergias positivas considerables en el corto plazo

aspecto que cabe destacar es que cada una de estas medidas despliega sus efectos a través de canales diferentes, con impactos potencialmente asimétricos sobre determinadas variables de interés —como la inflación a corto plazo— y con un grado de perdurabilidad de aquellos que varía según las medidas. En este contexto, cobran especial interés la implementación *conjunta* de estos dos tipos de políticas y, de manera singular, la posible presencia de sinergias entre ellas[19].

En el recuadro 4.1 se ofrece evidencia, basada en el mencionado modelo macroeconómico de una unión monetaria, acerca de cómo la aplicación conjunta de este tipo de medidas puede generar sinergias positivas entre ellas. La lógica existente detrás de este resultado es intuitiva. Las reformas estructurales producen el grueso de sus efectos positivos en el medio y largo plazo, cuando, por un lado, las mejoras que estas medidas inducen en la eficiencia de los distintos mercados se materializan plenamente y, por otro, los efectos contractivos de corto plazo, señalados anteriormente, se disipan. Las políticas monetarias no convencionales, por su parte, tienen el potencial de promover una reducción de los tipos de interés reales a corto y medio plazo (como también sucede en el caso de una expansión fiscal temporal en un contexto de tipos de interés nominales constantes). De este modo, los efectos expansivos a corto plazo de la anticipación de un mayor nivel de actividad y rentas a medio y largo plazo, que se derivan de las ganancias de eficiencia promovidas por las reformas estructurales, se ven amplificados por la aplicación de políticas monetarias conducentes a moderar la senda de tipos de interés reales. Este último efecto discurre a través de la consiguiente reducción del factor de descuento de los agentes a la que da lugar una senda de tipos de interés más bajos, que permite, por ejemplo, elevar el retorno neto esperado de las inversiones y así estimular las decisiones de gasto, la actividad y el empleo corrientes.

6 Conclusiones

La crisis ha dado lugar a un proceso de corrección de los principales desequilibrios acumulados por la economía española durante el período expansivo que precedió el comienzo de aquella. La moderación en el ritmo de avance de los precios ha permitido recobrar una buena parte del déficit de competitividad que se había producido durante prácticamente la primera década de la moneda común. Este proceso de desinflación, que todavía se prolonga hasta estos momentos, ha sido el reflejo de la conjunción de varios factores. Algunos de estos factores están ligados a la debilidad de la demanda interna y otros a desarrollos por el lado de la oferta, de distinta índole, incluyendo algunas de las reformas estructurales adoptadas recientemente en el ámbito laboral y en ciertos mercados de bienes y servicios, pero también a otros de menor perdurabilidad, como la bajada de los precios del petróleo en el último año. En este capítulo se ha presentado evidencia de que la inflación en la economía española, que tradicionalmente había mostrado una fuerte rigidez a la baja, ha aumentado su grado de sensibilidad frente a las oscilaciones del ciclo económico, lo que podría reflejar un cambio en los procesos de fijación de costes y precios como consecuencia de la presencia de los factores estructurales señalados anteriormente. Preservar un elevado grado de respuesta de los precios ante las fluctuaciones económicas resulta fundamental para asegurar un ajuste más eficiente de los mercados y evitar, como sucedía en el pasado, que una excesiva rigidez de precios determine que una parte desproporcionadamente elevada de dichos ajustes recaiga sobre el nivel de actividad y el empleo.

Por otro lado, el proceso de desinflación que ha experimentado la economía española en los últimos años ha permitido invertir el diferencial positivo de inflación que había mante-

19 La posibilidad de sinergias entre estos tipos de medidas ha sido enfatizada, por ejemplo, por Draghi (2014).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

nido durante los primeros años de la moneda única. No obstante, los bajos niveles de inflación que se vienen observando recientemente en el área del euro añaden un elemento adicional de complejidad a la necesidad de hacer compatibles avances adicionales en los procesos de recuperación de competitividad, por un lado, y de desendeudamiento de empresas y familias, por otro. En relación con estos aspectos, cabe subrayar que la aplicación conjunta de medidas de política monetaria no convencional y de reformas estructurales reduciría el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y podría tener efectos expansivos incluso en el corto plazo.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En este recuadro se analiza el impacto macroeconómico que puede tener un entorno de inflación muy baja y persistente que se produce como resultado de una contracción en la demanda agregada, agravada por un posible desanclaje en las expectativas de inflación a largo plazo. Asimismo, se evalúa el papel que pueden desempeñar distintas políticas económicas para mitigar los efectos contractivos en dicho entorno. Con este objetivo, se presentan diversos escenarios construidos a partir de un modelo de equilibrio general diseñado para recoger algunos elementos esenciales del entorno actual de la economía española, desarrollado por Arce, Hurtado y Thomas (2015)[1]. Este modelo incluye dos regiones dentro de una unión monetaria, con el propósito de reflejar algunas de las diferencias más relevantes entre el entorno macroeconómico de aquellos países de la UEM que han sufrido mayores tensiones financieras durante la crisis (región A, en términos del modelo), frente aquellos otros que han resultado menos afectados en este episodio (región B)[2]. Un elemento esencial que distingue ambas regiones, es que, en la región A, se produce una perturbación financiera que da lugar a un proceso de desapalancamiento privado gradual y duradero.

En el primero de los escenarios siguientes se ilustra el efecto contractivo que puede producir un cierto desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo en un contexto en el que los tipos de interés han alcanzado su límite inferior efectivo. Partiendo de esta situación, en el segundo escenario se analizan los efectos individuales que produce la aplicación de una política monetaria no convencional dirigida a rebajar los tipos de interés esperados a medio plazo, de reformas estructurales en los mercados de productos y en el laboral y, en tercer lugar, de una política fiscal con un tono expansivo en la región de la unión monetaria que no está inmersa en un proceso de desapalancamiento privado (región B)[3]. Finalmente, se estudian los efectos de una aplicación simultánea de dichas políticas y la posible existencia de sinergias entre ellas[4].

La primera fila de paneles del gráfico muestra un escenario en el que el proceso de desapalancamiento en la región A se produce paralelamente a una contracción intensa de la demanda agregada en el conjunto del área, provocada por una caída en la propensión a consumir por parte de los hogares, similar a la que generaría, por ejemplo, un aumento en la incertidumbre agregada. Esta perturbación es lo suficientemente intensa como para llevar al banco central a mantener sus tipos de interés en el límite inferior durante un año, a partir del cual la recuperación en la inflación del conjunto del área le lleva a fijar tipos positivos de nuevo (línea azul). Un desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, que en condiciones normales comportaría un impacto real muy moderado, en la medida en que el banco central reduciría los tipos de interés nominales para evitar un aumento de tipos reales, puede resultar especialmente contractivo cuando se produce una vez que los tipos de interés ya están situados en su límite inferior. En concreto, la restricción que impone la cota inferior de los tipos de interés nominales, junto con las expectativas anormalmente bajas de inflación, se traduce en el corto plazo en una menor inflación y en mayores tipos de interés reales en relación con el escenario *sin* desanclaje de expectativas. La combinación de estos dos factores provoca efectos negativos adicionales sobre la actividad económica, que son especialmente intensos en la región inmersa en el proceso de desendeudamiento (línea roja).

La segunda fila de paneles del gráfico recoge el efecto marginal (respecto al escenario anterior, con desanclaje de expectativas) que produce la aplicación de: i) una política monetaria no convencional que induce una rebaja en la senda esperada de tipos de interés futuros (línea verde); ii) reformas estructurales en los mercados de productos y laboral en la región A (línea azul), y iii) una expansión fiscal temporal en la región B (línea roja)[5]. En primer lugar, una medida de política monetaria que presione a la baja la senda de tipos de interés nominales esperados propicia un aumento del PIB en el conjunto del área[6], gracias a una reducción de tipos de interés reales esperados. En segundo lugar, como resultado natural del mayor grado de competencia y eficiencia de los mercados de productos y de trabajo, las reformas estructurales en la región A generan un impacto positivo sobre su competitividad (que da lugar a un incremento significativo en las exportaciones de dicha región), en el empleo (que crece como consecuencia de la

1 Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), *Policies for a low-inflation environment in a monetary union,* Documentos de Trabajo, Banco de España (de próxima aparición). Véase también J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2014), *Structural reforms in a debt overhang,* Documentos de Trabajo, n.º 1421, Banco de España.

2 Aunque el modelo incorpora un conjunto amplio de elementos realistas, su calibración no está diseñada para reproducir respuestas cuantitativas de las variables que puedan interpretarse desde una perspectiva empírica. Por ello, las magnitudes en los ejercicios que se presentan a continuación son meramente ilustrativas del comportamiento cualitativo de los canales y variables más relevantes dentro del modelo.

3 A través de esta última posibilidad, se pretende ilustrar el efecto teórico que tendrían medidas como las recomendadas recientemente desde distintos ámbitos para tratar de estimular la actividad del conjunto de la UEM, utilizando para ello la capacidad fiscal de aquellas economías con una situación más holgada en sus finanzas públicas. Véase, por ejemplo, Fondo Monetario Internacional (2014), «Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment», *World Economic Outlook,* capítulo 3, octubre.

4 La idea acerca de la posible existencia de sinergias entre los tipos de políticas analizadas aquí está implícita, por ejemplo, en el comunicado preliminar del presidente Draghi que siguió al Consejo de Gobierno del BCE del 15 de abril de 2015.

5 En el contexto del modelo, la reforma del mercado de productos consiste en una rebaja permanente de los márgenes precio-coste *(mark-ups)* que fijan las empresas. De manera simétrica, la reforma del mercado laboral implica una reducción en el margen entre el salario percibido por los trabajadores y su salario de reserva, junto con un mayor grado de flexibilidad en el ajuste de los salarios nominales. Por su parte, la expansión fiscal en la región B se instrumenta por medio de un aumento en el nivel de gasto público, cuyo tamaño decae gradualmente tras su implementación.

6 Para un análisis reciente del impacto de este tipo de políticas en el contexto de una economía cerrada (con política monetaria autónoma), véase P. Benigno, G. Eggertsson y F. Romei (2014), *Dynamic debt deleveraging and optimal monetary policy,* Documentos de Trabajo, n.º 20556, del NBER.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 SIMULACIONES CON LOS TIPOS DE INTERÉS RESTRINGIDOS POR LA COTA CERO
Desviaciones respecto al estado inicial. Eje vertical en diferencias porcentuales, eje horizontal en años

2 IMPACTO MARGINAL DE POLÍTICAS ECONÓMICAS EN LA COTA CERO DE LOS TIPOS DE INTERÉS
Desviaciones respecto al escenario con *shocks,* pero sin políticas. Eje vertical en diferencias porcentuales, eje horizontal en años

3 IMPACTO DE LAS TRES MEDIDAS DE POLÍTICA ECONÓMICA, TOMADAS CONJUNTAMENTE O POR SEPARADO
Desviaciones respecto al escenario con *shocks,* pero sin políticas. Eje vertical en diferencias porcentuales, eje horizontal en años

FUENTE: Banco de España.

a Variable presentada en nivel (no en desviaciones respecto al escenario inicial).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

moderación salarial y del aumento de la demanda exterior) y en las expectativas de crecimiento futuro. Todo ello se traduce en un mayor dinamismo de la actividad a corto plazo. Finalmente, un estímulo fiscal en la región menos afectada por la crisis (región B) despliega, aunque con un cierto desfase, efectos claramente positivos sobre la actividad en la otra parte del área, a través de las exportaciones y, también, del consiguiente efecto positivo sobre la inflación, que reduce los tipos de interés reales y erosiona el valor real de la deuda.

Con el objetivo de analizar las posibles sinergias entre las tres medidas anteriores, la última fila de paneles del gráfico representa sus efectos marginales en dos escenarios alternativos. En el primero (línea roja) se suman los efectos marginales descritos en el párrafo anterior, es decir, los resultantes de implementar cada medida de forma *separada*. En el segundo escenario (línea azul) se calculan los efectos marginales de aplicar *conjuntamente* reformas estructurales en la región A y una expansión fiscal temporal en la región B, en un entorno en el que el banco central aplica además una política monetaria no convencional como la considerada aquí. El principal resultado de este ejercicio es que la implementación conjunta de reformas estructurales (en la región que sufre más directamente la crisis), políticas fiscales contracíclicas (en la región con margen para ello) y medidas no convencionales de política monetaria produce efectos expansivos en el corto plazo considerablemente superiores a los que se obtendrían si estas políticas fueran aplicadas de manera separada.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

IMPACTO SOBRE CRECIMIENTO E INFLACIÓN EN ESPAÑA DE LA DISMINUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

En la segunda mitad de 2014, el precio del petróleo se redujo considerablemente, desde valores superiores a los 110 dólares (80 euros) por barril en junio de 2014 hasta alcanzar niveles mínimos en enero de este año, algo superiores a los 45 dólares (40 euros), y repuntar levemente a partir de entonces. En este recuadro se ofrece, en primer lugar, una cuantificación del impacto de estos cambios del precio del petróleo sobre algunas de las principales macromagnitudes de la economía española, a partir del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)[1]. En segundo lugar, se profundiza en el análisis de la interacción de una bajada persistente del precio del petróleo con algunos de los condicionantes específicos en los que se desenvuelve la economía española en el momento presente, tales como la situación actual de la política monetaria, para lo cual se utiliza el modelo de equilibrio general dinámico de Arce, Hurtado y Thomas (2015)[2].

El impacto directo de la bajada del precio del petróleo sobre los precios de consumo se dejó sentir rápidamente, a través principalmente de su traslación a los precios de los combustibles y carburantes. Como se ha señalado en el texto principal de este Informe, las tasas interanuales negativas que viene registrando el IPC desde julio del año pasado se explican, fundamentalmente, por la evolución de los precios de los carburantes. En este sentido, debe tenerse en cuenta que, en España, el tipo de imposición indirecta que recae sobre los carburantes y combustibles tiene un elevado componente fijo, lo que amplifica el impacto de los cambios en los precios del petróleo sobre el IPC cuando se parte de niveles elevados[3].

De acuerdo con el MTBE, que permite estimar tanto efectos directos como indirectos a través de su transmisión al conjunto de la economía, una bajada permanente no anticipada del precio del crudo del 10 %, al principio de un horizonte de proyección de tres años (2015-2017)[4], se trasladaría rápidamente a la tasa de inflación, provocando una caída de 0,4 pp en el IAPC en el primer año, que se mantendría en los años posteriores (véase cuadro adjunto). En términos de la actividad, los mayores efectos se dejarían sentir en el gasto de los hogares (consumo e inversión residencial) como consecuencia del impacto positivo sobre su renta disponible y riqueza en términos reales. A su vez, el aumento del gasto fomentaría la inversión productiva privada y el empleo. La mayor demanda interna tendría un efecto expansivo sobre las importaciones, lo que provocaría una caída en la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB. No obstante, el descenso de la factura energética supondría, en términos netos, una mejora en la capacidad de financiación de la economía. Los efectos de segunda vuelta sobre precios y salarios, según las estimaciones de este modelo, resultan muy moderados, debido, por un lado, al grado de rigidez nominal implícito en el modelo y, por otro, al efecto del mayor empleo, lo que hace que el descenso de la inflación tenga un impacto pequeño sobre los salarios. En conjunto, para esta caída del 10 % en el precio del petróleo, el modelo estima un aumento del PIB de 0,15 pp el primer año y de 0,04 pp adicionales el segundo y tercer año, hasta producir un aumento acumulado de 0,23 pp en tres años.

Los anteriores impactos estimados tienen el signo que cabía esperar en circunstancias normales, habida cuenta de la elevada dependencia de la economía española del crudo importado. No obstante, las estimaciones anteriores han de interpretarse con alguna cautela, en la medida en que el MTBE no permite tener en cuenta algunos elementos específicos de la coyuntura actual, que, por otra parte, podrían condicionar el signo del efecto del descenso del precio del petróleo sobre la actividad económica. Uno de

1 Véase S. Hurtado, P. Manzano, E. Ortega y A. Urtasun (2014), *Update and re-estimation of the quarterly model of Banco de España (MTBE),* Documentos Ocasionales, n.º 1403, Banco de España.

2 Véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), *Policies for a low-inflation environment in a monetary union,* Documentos de Trabajo, Banco de España (de próxima publicación). Para una descripción de los principales elementos de este modelo, véase el recuadro 4.1 en este mismo capítulo.

3 Así, por ejemplo, el efecto directo estimado sobre el IAPC general de una bajada de un 10 % en el precio del petróleo cuando este se cotiza a 80 euros/barril es de un –0,4 % (–3,4 % sobre el componente energético del IAPC), mientras que, si se parte de un nivel de 40 euros/barril, el impacto es del –0,3 % sobre el IAPC general y del –2,5 % sobre el energético.

4 Tomando como nivel de precio del petróleo de partida alrededor de los 65 euros/barril, que sería el nivel medio de los últimos trimestres.

CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO DEL 10 %

	Diferencias de nivel acumuladas		
	2015	2016	2017
PIB	0,15	0,19	0,23
Contribuciones al crecimiento del PIB real			
Demanda interna	0,12	0,18	0,24
Exportaciones netas	-0,04	-0,07	-0,09
Capacidad de financiación	0,10	0,09	0,08
IAPC	-0,40	-0,41	-0,42
Salarios	-0,06	-0,05	-0,05
Ocupados	0,19	0,25	0,31

FUENTE: Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

estos factores específicos es el papel que desempeña la política monetaria del BCE, que en estos momentos está desplegando varias medidas no convencionales, en un contexto en el que los tipos de interés de referencia han alcanzado niveles cercanos a su límite inferior (véase capítulo 2 de este Informe).

Algunos trabajos recientes han argumentado que, cuando los tipos nominales están constreñidos por la cota cero[5], una caída del precio del petróleo podría no ser expansiva, pues su efecto desinflacionario provocaría alzas en los tipos de interés reales, que restringen la demanda interna a corto plazo. Sin embargo, esta literatura ha omitido el papel que pueden desempeñar las políticas no convencionales que comportan una reducción en la senda esperada de tipos de interés. En este sentido, a continuación se presentan los efectos que produciría una perturbación similar a una caída en el precio del petróleo en el modelo de dos regiones dentro de una unión monetaria de Arce, Hurtado y Thomas (2015). En concreto, se consideran los efectos de una perturbación en el lado de la oferta que hace bajar la inflación e incrementa la renta disponible real de las familias, bajo tres escenarios diferentes (véase gráfico adjunto): i) cuando la perturbación se produce lejos de la cota inferior de tipos de interés (línea azul); ii) cuando los tipos de interés nominales se hallan constreñidos en la cota inferior (línea roja), y iii) cuando los tipos están en la cota inferior, pero el banco central aplica una política monetaria no convencional dirigida a reducir los tipos de interés nominales a largo plazo (por ejemplo, de manejo del tamaño y composición de su balance o de guía de las expectativas) (línea verde).

Como se aprecia en el gráfico, el modelo concluye que una perturbación de este tipo provocaría una caída de la inflación en los tres escenarios[6]. Sin embargo, la respuesta de política monetaria, que varía en los diferentes casos, tiene efectos relevantes sobre la respuesta de la inflación y el PIB. En primer lugar, cuando los tipos de interés están claramente por encima de la cota inferior, la caída de la inflación lleva a la autoridad monetaria a reducir sustancialmente el tipo nominal, con lo cual los tipos de interés reales se moderan y el PIB responde positivamente. Por el contrario, en el segundo escenario se considera que los tipos de interés nominales están restringidos por la cota inferior, y la menor inflación, en ausencia de una respuesta compensatoria por parte de los tipos nominales, hace aumentar el tipo de interés real, lo que da lugar a una contracción del PIB en impacto. En este último caso, a pesar de que el efecto de medio y largo plazo sigue siendo positivo, el producto llega a retroceder durante los dos o tres primeros trimestres.

Como se pone de manifiesto en este último escenario, el anterior efecto contractivo a corto plazo de la moderación del precio del petróleo puede mitigarse en gran medida cuando la autoridad monetaria responde a la caída en la inflación a corto plazo (y a las menores expectativas a medio plazo) con una política no convencional de manejo de su balance y de *forward guidance*, que man-

5 Véanse, por ejemplo, S. Neri y A. Notarprieto (2014), *Inflation, debt and the zero lower bound,* Occasional Paper n.º 242, Banca d'Italia; I. Fisher (1933), «The debt-deflation theory of great depressions», *Econometrica;* B. Bernanke (2007), «Inflation expectations and inflation forecasting», en su charla del NBER Summer Institute de julio de 2007, y D. Laxton, P. N'Dyiage y P. Pesenti (2006), «Deflationary shocks and monetary policy rules: an open-economy scenario analysis», *Journal of the Japanese and International Economies.*

6 El gráfico ilustra las respuestas de la economía A del modelo de dos regiones, que está inmersa en una fase de desapalancamiento. Las respuestas de la región B son cualitativamente similares.

IMPACTO MARGINAL DE UNA CAÍDA DEL PRECIO DEL PETRÓLEO
Desviaciones porcentuales respecto al escenario sin cambios en el precio del petróleo. Eje vertical en diferencias porcentuales, eje horizontal en años

FUENTE: Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

tiene los tipos de interés en su límite inferior durante más tiempo del que indicaría su regla de comportamiento habitual. En concreto, esta política del banco central afecta a las expectativas de los agentes y permite deshacer el efecto contractivo de la caída del precio del petróleo, que, de hecho, pasa a ser ligeramente expansiva incluso desde los primeros trimestres.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 Introducción

La recuperación económica que se inició en 2013 ha venido acompañada de una prolongación de la disminución del saldo agregado de crédito bancario a las empresas y familias…

La economía española inició en la segunda mitad de 2013 una fase de recuperación, tras una larga e intensa crisis. Sin embargo, la pauta de disminución del saldo agregado de crédito bancario (crédito, en adelante) a los hogares y las sociedades no financieras se ha mantenido, aunque a un ritmo cada vez más moderado, en un contexto en el que el proceso de desendeudamiento de estos sectores, a pesar de haber avanzado sustancialmente en estos últimos años, no ha concluido todavía. De hecho, la evidencia histórica muestra que estos procesos tienden a ser lentos cuando se producen tras crisis financieras y que durante los primeros años descansan fundamentalmente en la contracción del saldo de crédito[1].

… lo que plantea el interrogante de si la disponibilidad de crédito podría condicionar el alcance de la recuperación

Tiene interés, por tanto, analizar si la disponibilidad de crédito podría condicionar la recuperación económica en marcha y cuáles podrían ser, en su caso, los canales alternativos a través de los cuales financiarla. La literatura sobre recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito *(creditless recoveries),* entendidas como aquellos episodios en los que el PIB vuelve a crecer tras una etapa de recesión y al mismo tiempo se reduce el saldo de crédito al sector privado, evidencia que estos sucesos no son atípicos ni en las economías emergentes ni en las avanzadas, aunque se caracterizan por un avance del PIB más moderado que el observado en las recuperaciones que vienen acompañadas de una expansión del crédito (véase recuadro 5.1).

Cuando la economía requiere un desendeudamiento agregado, los procesos de reasignación del crédito entre sectores y agentes desempeñan un papel clave para la evolución del gasto…

Cuando, como ocurre en nuestra economía, la consolidación de la recuperación requiere corregir el alto endeudamiento agregado del sector privado, las posibilidades de recurrir al crédito para financiar nuevas decisiones de gasto están limitadas. En esta situación, el potencial de crecimiento de dicho gasto depende crucialmente de la medida en que los procesos de redistribución del crédito entre agentes y sectores, por un lado, permitan aumentar el volumen de fondos disponible para aquellos más productivos y dinámicos, y, por otro, sigan contribuyendo a sanear los balances de aquellos otros con mayores necesidades de ajuste. Cuanto más intensos sean estos procesos, mayor será la capacidad de crecimiento a corto y medio plazo de la economía.

… así como la disponibilidad de otras fuentes de financiación alternativas

Las posibilidades de expansión del gasto también dependen del papel que desempeñen otras fuentes de financiación alternativas al crédito, como los fondos propios, la emisión de valores de renta fija o el crédito comercial, que podrían actuar como instrumentos sustitutivos y aliviar los efectos de las mayores limitaciones para, a nivel agregado, expandir los préstamos bancarios a las empresas no financieras. En el caso de las familias, sin embargo, estas fuentes alternativas difícilmente pueden resultar determinantes.

En este capítulo se analiza el papel del crédito y de otros instrumentos alternativos en la financiación del crecimiento económico durante el ciclo actual

En este contexto, el principal objetivo del capítulo es analizar el papel del crédito y de otros instrumentos alternativos en la financiación del crecimiento económico y discutir cuáles son las principales implicaciones que se derivan para la recuperación económica en marcha. Para ello, en la sección 2 se revisa la evolución agregada reciente de esta fuente de recursos financieros y se presenta evidencia sobre el alcance de los procesos de reasignación de esta entre sectores y agentes. En la sección 3, se discuten

1 Véase, 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

cuáles son los condicionantes más relevantes del curso reciente de los préstamos bancarios. En la sección 4, se examina el papel que están desempeñando otras fuentes alternativas a la financiación bancaria. Por último, en la sección 5, se resumen las principales conclusiones.

2 La evolución reciente del crédito

2.1 LA PERSPECTIVA AGREGADA

Desde 2009, el saldo agregado de crédito al sector privado se está reduciendo…

Durante la etapa expansiva, el crédito a los hogares y las sociedades no financieras avanzó a un ritmo muy intenso, lo que llevó a que el endeudamiento de estos sectores se situara en niveles muy elevados tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otros países de nuestro entorno[2]. Desde 2009, el saldo agregado de los préstamos a las familias y las empresas pasó a reducirse, lo que permitió que las ratios agregadas de endeudamiento privado se fueran moderando gradualmente y se acercaran a los valores promedio de la UEM, si bien se encuentran todavía por encima de estos.

… aunque durante los últimos trimestres lo hace a un ritmo cada vez más moderado

La recuperación económica que se inició durante la segunda mitad de 2013 ha venido acompañada de una prolongación de la pauta de contracción del saldo agregado de crédito al sector privado, aunque el ritmo de descenso ha tendido a moderarse progresivamente (véanse los paneles superiores del gráfico 5.1[3]). Los datos más recientes, correspondientes a marzo de 2015, reflejan una disminución interanual del 4,1 %. Por tanto, aunque el flujo neto de crédito es todavía negativo, en paralelo con la recuperación del PIB se ha producido un incremento de dicho flujo, en línea con lo que se ha observado en otros episodios históricos de crecimiento en contextos de debilidad del crédito, que en la literatura se conocen como *creditless recoveries* (véase recuadro 5.1). Desde esta perspectiva, el dinamismo reciente de la demanda interna y el comportamiento del crédito no parece que estén desalineados con respecto a la relación histórica entre estas dos variables.

La menor contracción del crédito es generalizada por sectores institucionales y finalidades

El detalle por sectores muestra que la pauta de recuperación de los flujos netos de crédito es bastante generalizada por sectores institucionales y finalidades, aunque existe una cierta heterogeneidad en relación con la intensidad de este proceso. En el caso de los hogares, la mayor caída interanual se registró en diciembre de 2013, con un retroceso del 5,1 %. En marzo de 2015, el ritmo de descenso se había reducido hasta el 3,3 %. El desglose por finalidades revela que la moderación del descenso se aprecia tanto en los créditos para vivienda como, en mayor medida, en los destinados a consumo y otros fines. En el primer caso, la tasa de caída interanual pasó del 4,6 % en diciembre de 2013 al 3,3 % en marzo de 2015, mientras que en el segundo lo hizo del 6,9 % al 3 % entre las dos mismas fechas.

Por lo que se refiere a las sociedades no financieras, aunque la máxima caída puntual interanual del saldo de crédito se registró en febrero de 2014, desde mediados de 2013 comenzó a detectarse un cambio de tendencia. Los datos más recientes (marzo de 2015), la sitúan en el 5,2 %, 4,5 puntos porcentuales (pp) menos que en mayo de 2013. Hay que tener en cuenta, además, que la evolución de esta variable durante los últimos trimestres está influida en parte por los procesos de recomposición de los pasivos acometidos por algunas empresas de mayor tamaño, que han sustituido una parte del crédito proporcionado por entidades residentes por otras modalidades de financiación, como la emisión de

2 Para más detalles sobre la evolución del endeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras en España, puede consultarse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2013.*

3 A lo largo de este capítulo, mientras no se indique lo contrario, las tasas de crecimiento interanuales del saldo de crédito se calculan como el cociente entre el flujo anual y el saldo de un año antes. De este modo, los cambios en el saldo no asociados a operaciones de crédito o amortizaciones (como, por ejemplo, los préstamos fallidos que se dan de baja del balance de las entidades o las transferencias a la Sareb) no afectan a este indicador.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

EVOLUCIÓN AGREGADA DEL CRÉDITO A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 5.1

FUENTE: Banco de España.

valores de renta fija y los préstamos procedentes del resto del mundo. Así, un indicador que incluye esas otras dos fuentes de financiación muestra una pauta de recuperación más acusada, también desde mediados de 2013, hasta alcanzar una contracción del 2,7 % en marzo de 2015, 5,5 pp menos que en mayo de 2013.

Las implicaciones macroeconómicas asociadas a la evolución del saldo agregado de crédito pueden ser muy distintas en función de cuáles sean las principales fuerzas que la determinan…

La evolución agregada del saldo vivo de crédito es el resultado de dos fuerzas contrapuestas. Por una parte, recoge el curso de los fondos brutos captados por los agentes que se endeudan para acometer nuevas decisiones de gasto (que eleva el saldo vivo) y, por otra, refleja las operaciones de amortización de la deuda generada en el pasado (que tienen el efecto contrario). Las implicaciones macroeconómicas asociadas a una determinada evolución del saldo agregado de crédito pueden ser muy distintas en función del comportamiento individual de cada uno de estos dos componentes. Con carácter general, las amortizaciones de deuda tendrán efectos más positivos sobre el crecimiento a medio plazo cuando se concentren en los agentes con un exceso de endeudamiento. En el caso de las empresas, por ejemplo, el consiguiente saneamiento de sus balances reducirá su vulnerabilidad, facilitando sus decisiones de gasto y contratación futuras. Análogamente, los incrementos de los flujos brutos de crédito favorecerán en mayor medida la recuperación si se dirigen hacia las familias o las sociedades que, por partir de una posición más

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

sólida, están en mejor disposición para acometer nuevos planes viables de gasto. En el caso de las segundas, además, los efectos se amplificarán si los fondos llegan a las que son más productivas.

… por lo que es necesario complementar la información de los saldos con otros indicadores, como los volúmenes de las nuevas operaciones, los cuales evidencian una recuperación desde finales de 2013

Por tanto, para realizar una valoración más afinada de las implicaciones macroeconómicas asociadas a la evolución del crédito es necesario complementar el análisis basado en los saldos vivos con otros indicadores, como, por ejemplo, los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito. La información disponible sobre esta variable evidencia una pauta de recuperación desde finales de 2013 en todos los segmentos, salvo en el de los préstamos a empresas por un importe superior al millón de euros, en el que se han seguido observando caídas que están en parte ligadas al mayor recurso a otras fuentes de financiación que se ha comentado anteriormente (véanse los paneles inferiores del gráfico 5.1). Concretamente, el volumen de las nuevas operaciones de crédito avanzó en 2014 a tasas del 23 % en el segmento de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, del 15 % en el destinado a este mismo sector para otros fines, y del 9 % en el captado por las empresas en operaciones de importe inferior al millón de euros (en el que se recogen los concedidos a las pymes). En la parte transcurrida de 2015 estos volúmenes han seguido mostrando avances interanuales. El dinamismo de estos flujos brutos de financiación es consistente con la recuperación del consumo y la inversión residencial y productiva.

Estos resultados sugieren, por tanto, que la pauta de moderación en la contracción de los saldos agregados de crédito no responde a una minoración del volumen de amortizaciones, sino más bien a un mayor dinamismo del crédito nuevo. Pero, para analizar hasta qué punto el repunte de la actividad en los mercados crediticios ha venido acompañado de una reasignación del crédito entre agentes y sectores, dirigiéndose este en mayor medida hacia aquellos con una posición financiera más robusta y con una mayor productividad, es necessario utilizar información más desagregada. Este el principal objetivo de la siguiente subsección.

2.2 LOS PROCESOS DE REASIGNACIÓN DEL CRÉDITO ENTRE SECTORES Y AGENTES

El desglose del crédito a las empresas por sectores evidencia una mayor contracción en las ramas vinculadas al mercado inmobiliario, en las que las necesidades de ajuste de los balances son mayores, y una recuperación más intensa en el resto

Los datos agregados de crédito ocultan los importantes procesos de reasignación de los fondos entre sectores y agentes que se han producido durante los últimos años. En particular, el desglose de la financiación bancaria por ramas de actividad evidencia que la contracción de los préstamos a las empresas desde el inicio de la crisis ha sido más acusada en los sectores con una mayor necesidad de saneamiento, como los ligados al mercado inmobiliario, que acumularon un volumen más abultado de endeudamiento durante la etapa expansiva (véase panel superior izquierdo del gráfico 5.2). Así, entre finales de 2008 y el cierre de 2014 (últimos datos disponibles) el saldo de crédito en la rama de la construcción y los servicios inmobiliarios se ha contraído en un 50,1 %[4], mientras que el descenso en el resto de los sectores entre esas dos mismas fechas ha sido del 26,1 %. La información más reciente muestra que los ritmos de caída siguen siendo más acusados en los sectores vinculados al mercado inmobiliario, y además se han acentuado durante los últimos trimestres, situándose los descensos interanuales a finales del pasado año en el 12,6 %, frente al 9,9 % del tercer trimestre de 2013. Por el contrario, en el resto de las ramas las caídas han tendido a moderase y son sustancialmente más reducidas. Concretamente, entre septiembre de 2013 y diciembre de 2014 el ritmo de contracción anual del crédito a la industria ha pasado del 12,5 % al 2,1 %, y el del destinado a los servicios no inmobiliarios lo ha hecho del 6,9 % al 3,5 %.

4 En este caso, debido a la falta de información, el flujo para el cálculo de las tasas se aproxima como la diferencia de saldos, si bien se corrige el efecto de la transferencia de préstamos a la Sareb.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

REASIGNACIÓN DEL CRÉDITO ENTRE SECTORES Y EMPRESAS

GRÁFICO 5.2

CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (a)
Crecimiento interanual

PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO NO DISMINUYE

FLUJO DE FINANCIACIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB

TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS VENTAS EN T-1 (b)

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN T-1 (c)

MEDIANA DE LA CARGA FINANCIERA EN T-1 (c) (d)

FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen los créditos a servicios financieros.
b Cálculos realizados con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. Media ponderada de las tasas de crecimiento de las ventas a nivel sectorial. Las ponderaciones se asignan en función del valor añadido bruto de cada rama de actividad.
c Los cálculos se han realizado con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. La productividad total de los factores mide la relación entre el uso de factores productivos y la cantidad de producto obtenida, y aproxima el nivel de eficiencia de la empresa. El gráfico recoge la evolución de la productividad mediana, calculada como la media ponderada de las medianas sectoriales, donde las ponderaciones se asignan en función del valor añadido bruto sectorial de cada rama de actividad. El valor resultante se normaliza tomando como referencia el valor que en 2008 tuvo la productividad mediana de las empresas cuyo crédito disminuye.
d Ratio definida como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Los datos micro revelan una elevada heterogeneidad en la evolución del crédito empresarial

Los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permiten explorar la evolución del crédito con un mayor nivel de desagregación, ya que contienen información individualizada de los préstamos superiores a 6.000 euros a nivel de titulares, para personas tanto físicas como jurídicas. El análisis de estos datos para la muestra de sociedades no financieras revela una elevada heterogeneidad en la evolución reciente de la financiación bancaria de las empresas. Concretamente, se observa que la contracción agregada del crédito a este sector es compatible con la existencia de una proporción destacada de compañías para las que su saldo de financiación bancaria no disminuye (véase panel superior derecho del gráfico 5.2). Este porcentaje descendió progresivamente desde el inicio de la crisis hasta 2012, año en el que se alcanzó el 34 %. Posteriormente este indicador tendió a elevarse, en paralelo con la recuperación económica, situándose en 2014 en el 40 %. También aumentó en 2014 el peso del valor añadido bruto generado por estas compañías, que alcanzó el 40,5 %[5], tras haber descendido en los años anteriores. Esta pauta de recuperación gradual es bastante generalizada por sectores, observándose incluso en las ramas en las que el crédito se contrae con mayor intensidad, como la de la construcción e inmobiliaria. Ello parece indicar que la heterogeneidad intrasectorial en cuanto a la evolución del crédito es incluso más marcada que la intersectorial.

El cruce de los datos de la CIRBE con la información contable de las empresas procedente de la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España permite comparar las características de las compañías en las que su saldo de financiación bancaria no disminuye con las de aquellas en las que se reduce. Este ejercicio muestra que las primeras se caracterizan por presentar, en promedio, una posición económica y patrimonial más saneada (tienen mayor rentabilidad y un endeudamiento y carga financiera más reducidos), por operar en sectores más dinámicos, por mostrar un mayor avance de su actividad (aproximada por el volumen de ventas) y por ser más productivas. Además, las diferencias entre ambos grupos parecen haberse ampliado durante los últimos años[6] (véanse paneles inferiores del gráfico 5.2).

Se está produciendo una reasignación del crédito hacia las empresas más productivas y con una situación más favorable para acometer decisiones de gasto

Por tanto, estos resultados muestran que la contracción agregada del crédito a las sociedades no financieras está siendo compatible con una reasignación saludable del crédito hacia las compañías que se encuentran en una situación más favorable para acometer decisiones de gasto. Este proceso habría tendido a acelerarse, además, desde 2013, en paralelo con la recuperación económica. La mayor disponibilidad de fondos de las empresas con una posición financiera más robusta habría servido para financiar el gasto presente de este tipo de compañías, mientras que el saneamiento de aquellas otras con una situación patrimonial menos favorable habría permitido avanzar en el ajuste necesario para que estas se encuentren en condiciones de acometer decisiones de gasto en el futuro o para liberar recursos hacia las actividades más productivas (en el caso de empresas no viables). Del mismo modo, el desplazamiento de los recursos financieros hacia las compañías más productivas estaría contribuyendo a incrementar la eficiencia del conjunto del sector y el potencial de crecimiento de la economía.

A pesar de este aumento en la proporción de las sociedades que incrementaron o mantuvieron su volumen de crédito en 2014, los flujos netos agregados que canalizaron estas empresas fueron ligeramente inferiores a los de 2013. No obstante, esta disminución se explica, fundamentalmente, por la evolución de operaciones puntuales de gran importe;

5 De este 40,5 %, el grueso (un 39,7 %) corresponde a empresas cuyo crédito aumentó.

6 Para más detalles, véase C. Martínez, Á. Menéndez y M. Mulino (2014), «Un análisis desagregado de la evolución reciente del crédito empresarial», *Boletín Económico,* junio, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

REASIGNACIÓN DEL CRÉDITO DENTRO DEL SECTOR DE HOGARES

GRÁFICO 5.3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de hecho, el incremento mediano del crédito de las sociedades en este grupo fue superior al de 2013, y la distribución de dichos aumentos se desplazó hacia valores más elevados.

Se elevó también la proporción de personas físicas que aumentan su financiación crediticia

En el caso de los hogares, la información de la CIRBE también evidencia que la proporción de individuos que mantienen sus deudas o las incrementan se elevó durante 2014, por primera vez desde el inicio de la crisis, evolución que vino acompañada, además, de un aumento del flujo neto de financiación captado por estos, que se situó en el 3,2 % del PIB, 0,5 pp por encima del dato de un año antes (véase gráfico 5.3). El desglose por titulares muestra que este repunte se observa tanto entre las personas físicas con actividad empresarial (0,5 % del PIB, 0,1 pp más que en 2013) como entre aquellas otras que trabajan por cuenta ajena o sin actividad (2,7 % del PIB, 0,4 pp más que en el ejercicio anterior).

A diferencia de lo que ocurre con las empresas, en el caso de los hogares no es posible cruzar la información de la CIRBE con bases de datos micro sobre las características socioeconómicas de las familias, por lo que no se pueden conocer las características diferenciales del grupo que aumenta su endeudamiento. En todo caso, esta evidencia parece confirmar lo que sugiere la información basada en el importe agregado de las nuevas operaciones crediticias con este sector en el sentido de que la mayor disponibilidad de fondos desde 2014 habría permitido a las familias financiar un mayor volumen de gasto.

3 Los principales determinantes de la evolución reciente del crédito

La recuperación de los flujos de crédito se explica por distintos factores, tales como los ajustes en los balances de los demandantes de fondos…

Distintos factores interrelacionados entre sí, y cuya importancia relativa específica es difícil de discernir, han contribuido a la recuperación reciente de los flujos del crédito captado por el sector privado. Por una parte, se encuentran los relacionados con los ajustes que se han producido durante la crisis en los balances tanto de los demandantes como de los oferentes de fondos. En el primer caso, la recuperación, desde mediados de 2013, de la riqueza neta de las familias y la caída de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares y las empresas se han traducido en una mejora de su posición patrimonial, lo que aumenta su capacidad para asumir nuevas deudas. Concretamente, como se observa en el gráfico 5.4, la ratio de endeudamiento de las familias se ha reducido, desde el valor máximo observado en el segundo trimestre de 2010 hasta finales de 2014 (últimos datos disponibles), en 13,5 pp en relación con el PIB. Durante este mismo período, el descenso de la ratio de endeudamiento de las empresas ha sido mayor (27 pp). Esta corrección se explica fundamentalmente por la acumulación de flujos netos de financiación negativos, y, en el

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

GRÁFICO 5.4

FUENTE: Banco de España.

caso las empresas, también han desempeñado un papel importante, aunque algo más moderado, los ajustes de valoración y los saneamientos. La distancia entre estas ratios y las correspondientes al promedio de la UEM se ha reducido prácticamente a la mitad.

… los ajustes en los balances de los oferentes de fondos…

En el caso de los oferentes de fondos, la conclusión del proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero ha contribuido a aumentar la capacidad de este sector para financiar la economía[7]. A finales de 2014 (últimos datos disponibles, correspondientes ya a los nuevos estándares prudenciales, conocidos como Basilea III), el capital ordinario de nivel 1 (CET 1) de las entidades de crédito españolas suponía un 11,8 % de sus activos totales ponderados por riesgo, cifra prácticamente idéntica a la correspondiente al capital de nivel 1 y 1,8 pp inferior a la del capital total (véase gráfico 5.5). Las ratios agregadas se situaban claramente por encima de los mínimos regulatorios, tanto si se tienen en cuenta los ajustes transitorios que facilitan su aplicación gradual como, en menor medida, si se considera su aplicación completa en 2019[8]. La calidad del balance mejoró, igualmente, debido a los saneamientos y provisiones realizados y al traspaso de determinados activos a la Sareb, y de este modo contribuyó —junto con la recuperación económica— a una reducción de las ratios de morosidad. El peso de los activos dudosos en el balance total de las entidades españolas descendió desde el 6,5 %, en diciembre de 2013, al 5,6 %, doce meses después. Asimismo, las menores dotaciones para insolvencias contribuyeron al aumento del beneficio neto en 2013 y 2014, situándose este en el último año en un 0,44 % de los activos totales.

Los resultados del ejercicio de AQR y *stress test* del BCE para la banca española avalaron la calidad de las valoraciones de sus activos y la situación de solvencia confortable de las entidades españolas. Así, incluso en el escenario macroeconómico extremo desfavorable considerado, todas las que participaron en el ejercicio (que representan más del 90 % del

7 Sobre dicho proceso, véase la sección 3.3 del capítulo 1 del *Informe Anual, 2013,* del Banco de España.

8 El requerimiento de capital total, por el pilar I de Basilea III, es actualmente del 8 % de los activos totales ponderados por riesgo (6 %, para el capital de nivel 1, y 4,5 %, para el capital ordinario de nivel 1). Estos valores se incrementarán, de forma gradual durante los años de 2016 a 2019, con la aplicación del colchón de conservación del capital (2,5 %) y de otros colchones posibles, como el aplicable a las entidades de carácter sistémico, el contracíclico y otros sistémicos. Además, determinadas deducciones de activos intangibles se aplican también de forma gradual a lo largo del período transitorio de 2015 a 2019. Para mayor detalle, véase el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España de noviembre de 2014.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ENTIDADES DE CRÉDITO. INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA. DATOS CONSOLIDADOS GRÁFICO 5.5

FUENTE: Banco de España.

activo total del sector) contarían con capital suficiente para hacer frente a las pérdidas que se generasen[9]. Todo ello ha contribuido a la sustancial mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas en los mercados financieros, que habría empezado a trasladarse con mayor claridad a las condiciones de su oferta de fondos.

La evidencia disponible sugiere que el proceso de reestructuración del sistema financiero habría tenido, en el corto plazo, un cierto efecto sobre la oferta de crédito, ya que una parte del descenso de los fondos ofrecidos por las entidades sujetas a planes de reestructuración no habría podido ser absorbida por el resto de las entidades[10]. Estas fricciones habrían sido más evidentes en el caso de las pymes, debido a que para este tipo de compañías resulta más difícil valorar su calidad crediticia; por ello, las relaciones bancarias desempeñan un papel importante. Sin embargo, estos efectos han tendido a perder relevancia a medida que se avanzaba en el proceso de reestructuración, como pone de manifiesto el hecho de que, según la información disponible en la CIR, actualmente ya no existen diferencias apreciables en el porcentaje de aceptación de nuevas peticiones de crédito de empresas entre las entidades intervenidas por el FROB y el resto.

… los cambios regulatorios de los préstamos a las pymes…

Paralelamente, las autoridades españolas han ido tomando una serie de medidas encaminadas a facilitar el flujo de financiación a las pymes, entre las que cabe destacar aquellas que se han traducido en un menor consumo de capital para las entidades de crédito en sus préstamos a dichas empresas. Concretamente, en septiembre de 2013 se tomaron dos medidas en ese sentido[11]. Por un lado, la Circular 4/2013 amplió de forma significativa la definición regulatoria de pyme, alineándola con la predominante a nivel europeo y extendiendo así el beneficio de los generalmente menores requerimientos de capital asociados a los préstamos a dichas empresas (tanto nuevos como existentes) a un conjunto mayor de compañías. Por otro lado, la Ley de apoyo a los emprendedores (Ley 14/2013) adelantó tres meses la introducción en nuestro país del coeficiente reductor (del 0,7619) para los requerimientos de capital en operaciones minoristas con pymes contemplado en la normativa europea de capital (Reglamento CRR y Directiva CRD-IV). Tras la introducción

9 Una entidad española presentaba necesidades netas de capital, que habrían sido más que cubiertas con las acciones llevadas a cabo a lo largo de 2014.

10 Para más detalles, véase J. Martínez (2014), «Impacto de los planes de reestructuración sobre el crédito a las sociedades no financieras», *Boletín Económico,* julio, Banco de España.

11 Véase sección 3.1 del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España de mayo de 2014.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO

GRÁFICO 5.6

FUENTE: Banco de España.

de estos dos cambios resulta más atractivo para las entidades la financiación a las pymes, segmento en el que las fricciones en la oferta de crédito eran más evidentes[12].

… la política monetaria expansiva y los avances en la corrección de los desequilibrios nacionales y de las debilidades detectadas en el funcionamiento de la UEM…

Las medidas expansivas de política monetaria, convencionales y no convencionales, del Eurosistema han tenido también una contribución importante en el estímulo de los flujos de crédito a través de su impacto sobre las condiciones de financiación. Además de los recortes en los tipos de interés oficiales, se adoptaron medidas para mejorar los mecanismos de transmisión vinculados a los problemas de fragmentación financiera que aparecieron durante la crisis de la deuda soberana que dificultaban que los impulsos monetarios se transmitieran a los países que, como España, se habían visto más afectados por las tensiones financieras (véase capítulo 2 de este Informe). Hay que reseñar también en este contexto las acciones emprendidas tanto a nivel nacional (en concreto, las reformas estructurales y la consolidación fiscal) como europeo (refuerzo de la gobernanza de la UEM y, en particular, los avances hacia la Unión Bancaria) para corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados antes de la crisis y las debilidades en el funcionamiento de la UEM puestas de manifiesto con ella, que han contribuido también a una creciente reintegración de los mercados financieros europeos desde 2013. Todo ello ha contribuido a una significativa relajación de las condiciones de financiación en nuestro país. Así, como se ilustra en el gráfico 5.6, desde mediados de 2013 se ha producido un descenso progresivo en el coste del crédito en España, que ha sido más evidente en los segmentos en los que había mostrado una mayor resistencia a la baja durante la crisis, como el de la financiación a las pymes. Así, el tipo de interés de los préstamos de importe de menos de un millón de euros (en el que se incluyen las operaciones con pymes) se ha reducido en 1,9 pp entre abril de 2013 y marzo de 2015 (último dato disponible). En el resto de las modalidades, los retrocesos entre esas dos mismas fechas se han situado entre 0,7 pp y 1 pp.

… el cambio en la posición cíclica de la economía española…

Los flujos de crédito se han visto estimulados también por el cambio en la posición cíclica de la economía española que se inició en la segunda mitad de 2013. Por una parte, porque se ha traducido en un aumento de las rentas corrientes y esperadas, elevándose la capacidad de los prestatarios de hacer frente al pago de las deudas y reduciéndose el riesgo percibido

12 Para más detalles, véase J. Ayuso (2013), «Un análisis de la situación del crédito en España», *Boletín Económico,* octubre, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

INDICADORES MACROECONÓMICOS

GRÁFICO 5.7

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Índice del Precio de la Vivienda nacional general.

por los prestamistas (véase panel izquierdo del gráfico 5.7). La mejoría de las perspectivas macroeconómicas y, en particular, la recuperación del empleo han debido de contribuir de forma importante a la reducción de la incertidumbre, como refleja el repunte de los indicadores de confianza, favoreciendo la expansión del gasto de las familias y las empresas y su mayor predisposición a financiarlo con cargo a las rentas futuras a través del recurso al crédito.

… y los indicios de estabilización de los precios de la vivienda

Los indicios de la estabilización de los precios de la vivienda, tras el importante ajuste registrado desde el inicio de la crisis (44 % en términos reales, según el Índice del Precio de la Vivienda del INE), han podido tener también un efecto positivo sobre la oferta y la demanda de crédito a través de distintas vías (véase panel derecho del gráfico 5.7). Por una parte, las perspectivas más favorables del mercado inmobiliario, junto con la recuperación económica, han podido contribuir a estimular la inversión residencial, que en gran medida se financia con crédito. Así, en 2014 este componente de la demanda empezó a mostrar algunos signos de recuperación, tras la intensa caída de los años anteriores. Por otra parte, hay que tener en cuenta que estos activos sirven como garantía en la concesión de préstamos, de modo que su valor incide sobre el importe de financiación disponible. Por último, la riqueza inmobiliaria es el componente más importante del valor del patrimonio de las familias, por lo que una evolución más favorable de los precios de la vivienda se traduce en un fortalecimiento de la posición patrimonial de este sector, lo que redunda positivamente en su solvencia y, por tanto, en sus posibilidades de obtención de crédito.

Distintos indicadores confirman el aumento de la oferta y de la demanda de crédito

Distintos indicadores —cuantitativos y cualitativos— confirman que el mayor dinamismo de la actividad en el mercado de crédito ha estado vinculado tanto a factores de oferta como de demanda. Así, la información de la CIRBE evidencia que el incremento del número de operaciones crediticias con las sociedades no financieras parece responder tanto a un aumento de las solicitudes de préstamos como a un incremento de las tasas de aprobación de estas (véase recuadro 5.2). El repunte de estas tasas es bastante generalizado por sectores y se ha observado con mayor intensidad en las empresas de nueva creación. Las estimaciones realizadas basadas en esta información apuntan, por otra parte, a que la mejora del acceso al crédito ha sido más acusada en las compañías con una posición financiera más sólida. Esta evidencia es asimismo consistente con los resultados de la Encuesta de Acceso a la Financiación de las Empresas que realiza semestralmente el BCE a una muestra de sociedades europeas, en la que se incluyen alrededor de 1.300 de nuestro país. Así, como se aprecia en el panel superior izquierdo del gráfico 5.8, desde finales

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

INDICADORES DE OFERTA Y DEMANDA DE CRÉDITO

GRÁFICO 5.8

EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. DESGLOSE POR SECTOR. EAFE (a)

EVOLUCIÓN DE LOS FACTORES QUE AFECTAN A LA DISPONIBILIDAD DE FINANCIACIÓN EXTERNA. EAFE (a)

VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. EPB (b) (c)

VARIACIÓN DE LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. EPB (b) (d)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a EAFE: Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro. Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
b EPB: Encuesta sobre Préstamos Bancarios.
c Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento de los criterios de aprobación.
d Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un aumento de la demanda de préstamos.

de 2013 las pymes españolas han informado de una mejoría clara en su percepción sobre el acceso al crédito[13]. Esta evolución se ha producido en un contexto en el que una proporción creciente de este tipo de compañías declara que ha detectado una mayor predisposición de las entidades a conceder financiación y señala una evolución más favorable de la marcha de su negocio (véase panel superior derecho del gráfico 5.8).

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios, que realiza trimestralmente el Eurosistema y que está dirigida a una muestra de bancos del área del euro, entre los que se incluyen diez bancos españoles, también evidencia una cierta relajación de los criterios de concesión de fondos aplicados por las entidades nacionales, aunque muy leve y limitada a algunos

13 Para más detalles sobre los resultados recientes del esta encuesta, véase Á. Menéndez y M. Mulino (2015), «Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa según la encuesta semestral del BCE», *Boletín Económico,* febrero, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

segmentos, como, en particular, el de los préstamos a pymes y el del crédito a hogares para consumo y otros fines[14] (véase panel inferior izquierdo del gráfico 5.8). Hay que tener en cuenta, en todo caso, que este tipo de encuestas dirigidas a bancos tienden a subestimar los incrementos de la oferta, especialmente cuando estos se producen de forma gradual[15]. Por otra parte, como se observa en el panel inferior derecho del gráfico 5.8, esta encuesta apunta a una recuperación clara de la demanda de préstamos desde finales de 2013 que habría sido más acusada en la procedente de las empresas y de los hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda.

4 El papel de otras fuentes de financiación

Las alternativas al crédito bancario han desempeñado un papel relevante en la financiación del gasto de las empresas durante los últimos años

En una economía muy bancarizada como la española, el crédito bancario proporcionado por las entidades residentes es la principal fuente de financiación de las sociedades no financieras. No obstante, las empresas hacen uso también, aunque de forma más limitada, de instrumentos alternativos, como las ampliaciones de capital, las emisiones de valores de renta fija o los préstamos procedentes del exterior. Finalmente, las empresas financian también una parte de su gasto con cargo a los beneficios retenidos. De acuerdo con las cuentas financieras de la economía española, durante los últimos años las alternativas a los recursos proporcionados por las entidades residentes han ganado peso (véase panel superior izquierdo del gráfico 5.9). De este modo, por ejemplo, el flujo neto (negativo) de financiación total en 2014 ascendió al –1,2 % del PIB, mientras que el correspondiente al crédito bancario fue de un –4,3 % del PIB.

Dentro de los pasivos distintos de los préstamos proporcionados por las entidades nacionales, destaca el comportamiento durante los últimos años de los recursos propios, que aumentaron un 3,1 % del PIB, en promedio anual, entre 2009 y 2014, sustentados en buena medida en la retención de beneficios. La captación neta de fondos procedente de las emisiones de renta fija realizadas por las empresas no financieras y sus filiales financieras residentes[16] ha tenido una importancia relativa menor, si bien el flujo asociado a esta fuente ha sido positivo durante la mayoría de los últimos años, equivalente en promedio al 0,6 % del PIB. Por su parte, los fondos netos obtenidos mediante préstamos procedentes del exterior, que recogen fundamentalmente tanto créditos sindicados como fondos proporcionados por filiales en el resto del mundo (una parte de los cuales se financian, a su vez, mediante emisiones de renta fija en los mercados internacionales), han presentado un signo cambiante. En 2012, mostraron un valor negativo equivalente al 2,1 % del PIB. En los dos años siguientes, el flujo tendió a recuperarse, y en el pasado ejercicio el importe fue positivo (del 0,1 % del PIB). El crédito comercial, instrumento financiero que surge del aplazamiento del pago de las compras, es otra fuente de financiación de las empresas, aunque el grueso de estos flujos tiene lugar dentro del propio sector de las sociedades no financieras, de modo que el importe de los recursos netos captados por esta vía a nivel agregado es reducido y tiende a mostrar un signo negativo[17].

---

14 Para más detalles sobre los resultados de esta encuesta, pueden consultarse los artículos trimestrales publicados en el *Boletín Económico* del Banco de España.

15 Véase, por ejemplo, Lown *et al.* (2000), «Listening to loan officers: the impact of commercial credit standards on lending and output», *FRBNY Economic Policy Review,* julio. Los autores encuentran, en el caso de la encuesta equivalente americana, una cierta reticencia de los bancos a señalar relajaciones en sus condiciones de oferta, especialmente en los primeros años de la encuesta. Un elemento que podría contribuir a ello es la mayor dificultad de identificar, trimestre a trimestre, aquellos cambios en las condiciones que se producen de forma suave y gradual, frente a las situaciones de endurecimiento de la oferta, que tienden a ocurrir en períodos de crisis y de forma más abrupta.

16 Una parte importante de la financiación captada por las sociedades no financieras españolas en los mercados de renta fija procede de las emisiones realizadas a través de filiales financieras residentes y no residentes.

17 El signo negativo del flujo neto asociado al crédito comercial del sector empresarial significa que, en conjunto, las sociedades no financieras conceden financiación al resto de los sectores (familias, AAPP y resto del mundo). Para más detalles sobre la evolución reciente del crédito comercial, puede consultarse V. García-Vaquero y M. Mulino Ríos (2015), «Evolución reciente del crédito comercial de las empresas no financieras en España», *Boletín Económico,* enero, Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 5.9

FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CFEE (a)

FLUJOS DE LAS EMPRESAS CON INVERSIÓN NETA POSITIVA. CBI (b) (c) (d)

FLUJOS DE LAS EMPRESAS QUE SE DESENDEUDAN. CBI (b) (c) (e)

FLUJOS DE LAS EMPRESAS CUYO ENDEUDAMIENTO TOTAL NO DISMINUYE. CBI (b) (c) (e)

FUENTE: Banco de España.

a Cuentas Financieras de la Economía Española.
b Hasta 2013, los datos provienen de la Central de Balances Integrada (CBI).
c Datos acumulados de los cuatro trimestres de 2014 (CBT) y enlazados al dato de 2013.
d Se excluyen *holdings*. Flujos en porcentaje del «Total activo» del ejercicio anterior.
e Se excluyen *holdings* y empresas sin deuda.

La información más desagregada procedente de la CBI permite profundizar con mayor detalle en el papel que han desempeñado durante los últimos años los fondos procedentes de fuentes alternativas al crédito bancario en la financiación del gasto de las sociedades no financieras. En particular, estos datos revelan que el ascenso de los recursos propios, especialmente en el caso de las compañías de mayor dimensión, habría contribuido durante los últimos años al incremento de la inversión de las empresas a través de una doble vía. Por una parte, se observa que aquellas que han elevado su *stock* de capital habrían financiado una parte del aumento de su balance mediante el incremento de los fondos propios (véase panel superior derecho del gráfico 5.9). Por otra parte, estos mismos instrumentos habrían servido para financiar una parte de las amortizaciones de deuda acometidas por las compañías que se encontraban en procesos de desendeudamiento, moderando de este modo el impacto negativo de estas operaciones sobre su gasto en activos materiales (véase panel inferior izquierdo del gráfico 5.9). Asimismo, el crédito

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

comercial ha podido desempeñar una función similar durante los últimos años. Concretamente, como se puede ver en el panel inferior derecho del gráfico 5.9, a través de este instrumento las empresas con mayores posibilidades de endeudamiento habrían utilizado una parte de la financiación captada con deuda para conceder financiación a las compañías con necesidades de ajuste en sus balances, contribuyendo por esta vía a suavizar el efecto contractivo del desendeudamiento sobre la inversión.

En definitiva, tanto la evidencia agregada como la desagregada disponible sugieren que las fuentes de financiación alternativas al crédito proporcionado por las entidades residentes han desempeñado durante el período reciente un papel relevante para la financiación del gasto del sector empresarial.

En el caso de los hogares, los instrumentos financieros alternativos al crédito desempeñan un papel marginal en la financiación del gasto

En el caso de los hogares, el crédito bancario es prácticamente el único instrumento de financiación disponible. Este sector, y en particular los autónomos, financia también una pequeña parte de sus compras mediante el crédito comercial, pero su relevancia es marginal. Así, entre 2009 y 2014 las familias han captado a través de esta vía, en términos netos, un flujo medio de fondos equivalente, en promedio, al 0,1 % del PIB.

5 Conclusiones

El saldo vivo de crédito tendrá que seguir disminuyendo hasta que el sector privado complete el proceso de desendeudamiento necesario para sostener el crecimiento económico a medio y largo plazo

El proceso de desendeudamiento en el que todavía se encuentra inmersa una parte significativa del sector privado se sigue reflejando en retrocesos del saldo agregado de financiación bancaria, aunque a un ritmo cada vez más moderado. Aunque a corto plazo estos procesos limitan la capacidad de expansión de la demanda privada, estos ajustes en los balances son necesarios para estimular el crecimiento económico a medio y largo plazo, ya que, o bien sitúan a los agentes afectados en mejores condiciones de acometer decisiones futuras de gasto, o bien liberan recursos hacia otras actividades más productivas.

Pero el desendeudamiento agregado está siendo compatible con una recuperación de los flujos de crédito y una redistribución de estos hacia los agentes más productivos, lo que está contribuyendo a sostener el crecimiento de la demanda privada

Pero el desendeudamiento agregado está siendo compatible con un dinamismo creciente de la actividad de los mercados de crédito, que se explica por una serie de factores de distinta índole, tales como los ajustes en los balances de los oferentes y demandantes de fondos realizados durante los últimos años, el cambio de la posición cíclica de la economía española o la política monetaria expansiva del Eurosistema. La evidencia microeconómica muestra, además, que el crédito nuevo tiende a dirigirse hacia los agentes más productivos y que se encuentran en una posición más favorable para acometer decisiones de gasto. De este modo, la recuperación de los flujos de crédito está siendo uno de los elementos que sostiene el crecimiento de la demanda privada que se observa desde finales de 2013.

Otras alternativas al crédito han venido desempeñando un papel importante en la financiación del gasto de las empresas

Por otra parte, la evidencia disponible apunta a que otras alternativas al crédito bancario han desempeñado durante los últimos años un papel relevante en la financiación del gasto de las empresas. Entre ellas, destacan los fondos propios (apoyados de manera importante en la retención de beneficios), por su mayor importancia relativa. Por el contrario, el recurso a otros instrumentos, como la emisión de valores de renta fija, ha sido más residual para el conjunto de las empresas, ya que esta opción solamente está disponible para las compañías de mayor dimensión.

A corto plazo se espera que se mantenga la recuperación de los flujos de crédito, pero su intensidad dependerá de varios factores

A corto plazo, cabría esperar que se mantenga la pauta de recuperación de los flujos de crédito, aunque el saldo agregado continuará contrayéndose todavía durante varios trimestres, en línea con la experiencia de otros episodios históricos de desendeudamiento posteriores a crisis financieras. El dinamismo del crédito estará condicionado por una

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

serie de factores. En primer lugar, dependerá de las perspectivas futuras de rentas y empleo, al incidir estas tanto sobre la oferta como sobre la demanda de fondos. En el segmento de crédito a hogares la recuperación de los flujos estará especialmente vinculada al aumento del empleo juvenil, dado que, por motivos de ciclo vital, la demanda de financiación se concentra en los hogares con cabeza de familia más joven, especialmente en los préstamos para adquisición de la vivienda principal, que constituyen el grueso de los pasivos de este sector[18]. En segundo lugar, la adaptación de las entidades de crédito a las nuevas exigencias regulatorias que se han introducido a nivel internacional como respuesta a la crisis podría incidir de algún modo en el corto y medio plazo en su oferta de fondos[19]. No obstante, a largo plazo estos cambios reforzarán la capacidad de resistencia del sistema financiero frente a perturbaciones adversas y redundarán en una mayor estabilidad macroeconómica y financiera.

A más medio plazo los factores demográficos pueden influir en la evolución del crédito

A más medio plazo, cabría esperar que los factores demográficos tiendan a reducir la demanda de financiación de los hogares. En concreto, la caída de la población en los segmentos más jóvenes se traducirá, previsiblemente, en una reducción del número de solicitantes potenciales de préstamos, especialmente en el segmento de la financiación para la adquisición de vivienda, ya que, como se ha dicho, la demanda de fondos de las familias se concentra en aquellas cuyo cabeza de familia es joven.

La financiación alternativa al crédito bancario continuará desempeñando un papel importante

Cabría esperar que las alternativas al crédito bancario continúen desempeñando un papel relevante en el corto plazo en la financiación del gasto de las empresas. A más medio plazo, en la medida en que se avance en la iniciativa de la Unión de Mercados de Capital de la Comisión Europea, que persigue un mayor desarrollo de los mercados de capitales en Europa, instrumentos como la renta fija podrían aumentar su importancia relativa en la financiación de la economía real; de este modo, las compañías contarían con una mayor diversificación de sus pasivos, y serían menos vulnerables a potenciales fricciones que afectan a un canal específico de financiación. En el caso de las empresas de menor tamaño, para las que el acceso directo a los mercados no es factible por problemas de dimensión, el desarrollo de los mercados de titulización parece una alternativa más prometedora, ya que en estas operaciones la tarea de estudio de la calidad crediticia sigue recayendo en las entidades de crédito, que se encuentran en una situación de ventaja comparativa para realizar esta labor, dado su mejor conocimiento de este tipo de compañías. En una fase posterior, que sí discurre a través de los mercados de capitales, estas instituciones transmiten mediante la titulización de los préstamos una parte de los riesgos a terceros.

18 De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias de 2011, un 61 % de los hogares que son propietarios de la vivienda en la que residen la adquirieron cuando el cabeza de familia tenía menos de 35 años.

19 La nueva regulación supone unos requisitos de capital más estrictos, cuya implementación ya se ha iniciado y se completará en 2019. Adicionalmente, está prevista la introducción de nuevos requerimientos sobre la ratio de apalancamiento y sobre la liquidez, los cuales entrarán en vigor a partir de 2018, salvo en lo que se refiere a la ratio de cobertura de liquidez que lo hará de forma progresiva a partir de octubre de 2015 (véase J. P. Ibáñez y B. Domingo, «La transposición de Basilea III a la legislación europea», en *Revista de Estabilidad Financiera,* n.º 25, del Banco de España). A ello habría que añadir los requerimientos adicionales para las entidades globalmente sistémicas actualmente en discusión (exigencia de una capacidad de absorción de pérdidas total —TLAC— mínima) y las posibles medidas estructurales para separar los riesgos de mercado de los de la banca comercial.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Las recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito *(creditless recoveries,* en la literatura anglosajona) se definen generalmente como períodos en los que el PIB avanza en términos reales, tras una etapa previa de recesión, y en los que el saldo agregado de crédito al sector privado se contrae. La literatura sobre estos episodios, que comenzó con el trabajo seminal de Calvo *et al.* (2006)[1], evidencia que estos sucesos no son un fenómeno atípico, puesto que afectan a entre el 20 % y el 25 % de las recuperaciones económicas [Abiad *et al.* (2011)[2], Sugawara y Zalduendo (2013)[3], Bijsterbosch y Dahlhaus (2011)[4]] y, si bien son más habituales en las economías emergentes, también ocurren en los países desarrollados [Claessens *et al.* (2009)[5], Coricelli y Roland (2011)[6]]. Entre los ejemplos de episodios de este último grupo de economías se incluyen las recuperaciones posteriores a la Gran

1 G. Calvo, A. Izquierdo y E. Talvi (2006), «Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets», *American Economic Review Papers and Proceedings,* vol. 96, n.º 2, pp. 405-410.

2 A. Abiad, G. Dell'Ariccia y B. Li (2011), *Creditless Recoveries,* IMF Working Paper WP/11/58.

3 N. Sugawara y J. Zalduendo (2013), *Creditless Recoveries. Neither a Rare nor an Insurmountable Challenge,* The World Bank Policy Research Working Paper n.º 6459.

4 M. Bijsterbosch y T. Dahlhaus (2011), *Determinants of Creditless Recoveries,* ECB Working Paper Series n.º 1358.

5 S. Claessens, M. A. Kose, y M. E. Terrones (2009), *A recovery without credit: Possible, but…,* VoxEU.org, 22 mayo.

6 F. Coricelli y I. Roland (2011), *How do Credit Conditions Shape Economic Recoveries?,* CEPR Discussion Paper Series n.º 8325.

1 DEMANDA INTERNA Y SALDO DE CRÉDITO. PROMEDIO DE CRISIS BANCARIAS (a)

2 DEMANDA INTERNA Y FLUJO NETO DE CRÉDITO. PROMEDIO DE CRISIS BANCARIAS (a)

3 DEMANDA INTERNA Y SALDO DE CRÉDITO AJUSTADO. ESPAÑA 2010-2014

4 DEMANDA INTERNA Y FLUJO NETO DE CRÉDITO. ESPAÑA 2010-2014

FUENTE: Banco de España.

a Los datos corresponden a Finlandia (1990-1996), Japón (1990-1996), Noruega (1988-1994), España (1981-1987) y Suecia (1990-1996). Fuente: M. Biggs, T. Mayer y A. Pick (2010), *Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles,* mimeo.
b Media aritmética de los índices de volumen de consumo e inversión privados de Finlandia, Japón, Noruega, España y Suecia, con base 100 en el mínimo de la serie.
c Media aritmética del saldo de crédito de Finlandia, Japón, Noruega, España y Suecia, con base 100 en el mínimo de su correspondiente serie de consumo e inversión.
d Variación anual del índice de saldo de crédito del gráfico 1.
e Suma de los índices de volumen de consumo e inversión privados, con base 100 en el mínimo de la serie.
f Base 100 en el mínimo de la serie de consumo e inversión. La serie incluye los fondos de titulización y los préstamos transferidos a la Sareb y está ajustada de cambios en el saldo no vinculados a flujos financieros, tales como efectos valoración y préstamos fallidos dados de baja en el balance.
g Variación anual del índice del saldo de crédito del gráfico 3.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Depresión de los años treinta en Estados Unidos o a las crisis bancarias nórdicas de principios de los años noventa.

De acuerdo con los resultados de estos trabajos, ciertos factores aumentan significativamente la probabilidad de que se produzca una recuperación de este tipo. Entre ellos cabe destacar el que la recuperación ocurra tras una recesión que haya venido acompañada por una crisis bancaria y el que fuera precedida por una fuerte expansión crediticia[7]. Por separado, estos dos factores también incrementan sustancialmente dicha probabilidad, como lo hacen igualmente un elevado endeudamiento del sector privado, un colapso en el mercado de la vivienda y una crisis cambiaria. Asimismo, las economías muy dependientes de flujos de capital extranjeros son más proclives a experimentar este fenómeno. Por último, las políticas fiscales expansivas aumentan su incidencia, mientras que las monetarias de este signo la reducen.

Este tipo de recuperaciones se diferencian del resto en una serie de dimensiones. Así, el crecimiento del PIB es sensiblemente inferior[8], especialmente durante los dos primeros años [Sugawara y Zalduendo (2013)]. Debido a esto y a que suelen ir precedidas de recesiones más profundas, en estos episodios se tarda más tiempo en volver al producto potencial. La composición del crecimiento también es distinta. Por otra parte, la demanda interna crece menos, pero, en cambio, no se observan diferencias en la aportación de la demanda externa en comparación con el resto de las recuperaciones. El componente más dinámico de la demanda interna tiende a ser el consumo, mientras que la inversión —especialmente la no residencial— se recupera más tarde. Por el lado de la oferta, las contribuciones del capital y de la productividad son muy inferiores a las observadas en el resto de las recuperaciones, mientras que el empleo no muestra un comportamiento distinto. En la desagregación por sectores, el crecimiento es menor en aquellos que dependen más de la financiación externa [Abiad *et al.* (2011) y FMI (2009)[9]] y mayor en aquellos más dependientes del crédito comercial que del bancario [Coricelli y Roland (2011)]. Este resultado, junto con la observación de que las recuperaciones sin crédito son mucho más frecuentes tras crisis bancarias, lleva a Coricelli y Roland (2011) a argumentar que este fenómeno es consecuencia, al menos en parte, de un deterioro de la oferta de crédito bancario. Por lo tanto, según los autores, es de esperar que la implementación de políticas encaminadas a restablecer una intermediación financiera eficiente genere un mayor crecimiento. FMI (2009) y Kannan (2010)[10] también sugieren que las restricciones en la oferta de crédito pueden tener un impacto importante en la fortaleza de las recuperaciones.

La literatura ha propuesto diversas explicaciones al fenómeno de las recuperaciones en un contexto de debilidad del crédito. Calvo *et al.* (2006) argumentan que la utilización de capacidad productiva ociosa —consecuencia de un episodio de crisis— puede generar un aumento de la producción sin necesidad de un incremento de la inversión y, por tanto, del crédito. Según FMI (2009) y Darvas (2013)[11], tanto el ascenso de la demanda externa como la depreciación del tipo de cambio real son dos factores que pueden desempeñar un papel importante en las recuperaciones sin apoyo del crédito, pues las empresas exportadoras pueden financiar el incremento de su actividad gracias a los mayores ingresos de sus ventas. Claessens *et al.* (2009) y Coricelli y Roland (2011) sugieren que en estos episodios el gasto del sector privado se puede financiar mediante fuentes alternativas a los préstamos bancarios (tales como crédito comercial, bonos y financiación interna). Estos mismos autores indican que una reasignación del crédito hacia sectores menos intensivos en crédito y más productivos puede generar crecimiento económico incluso en un contexto de desapalancamiento del sector privado debido a las ganancias en productividad.

Por su parte, Biggs *et al.* (2010)[12] destacan que en las recuperaciones económicas el cambio en el flujo del crédito juega un papel más importante que el crecimiento de su saldo porque el primero captura mejor el crédito nuevo, que es el que financia el incremento del consumo y de la inversión. En concreto, muestran cómo el crecimiento de la demanda interna solo requiere un aumento del flujo neto del crédito, pudiendo ser este negativo. Este argumento es ilustrado con el análisis de los principales episodios de recuperación sin aumento del saldo de crédito posteriores a crisis bancarias durante la década de los años ochenta y los noventa del siglo pasado en economías desarrolladas (véanse gráficos 1 y 2). Así, aunque el saldo del crédito siguió contrayéndose en los dos años posteriores al momento en que la demanda interna privada alcanzó su mínimo, el flujo neto de crédito, aunque negativo, comenzó a recuperarse de forma contemporánea al repunte de la demanda doméstica. En España, se observa esta misma pauta durante el ciclo actual, si bien la contracción acumulada del crédito ha sido más acusada que en el promedio de los episodios considerados en los gráficos 1 y 2 (véanse gráficos 3 y 4). Así, en 2014, año en el que la demanda interna empezó a recuperarse, el saldo del crédito a empresas y familias siguió reduciéndose, pero el flujo neto de financiación se elevó. Si la regularidad observada en las crisis bancarias anteriores se reprodujera en esta ocasión, el saldo crediticio del sector privado no empezaría a aumentar en España antes del fin del año en curso.

7 Probabilidad del 80 %, según Abiad *et al.* (2011).

8 De acuerdo con Abiad *et al.* (2011), un tercio menor que en las recuperaciones con crédito.

9 Fondo Monetario Internacional (2009), *World Economic Outlook,* abril, capítulo 3.

10 Kannan, P. (2010), *Credit Conditions and Recoveries for Recessions Associated with Financial Crises,* IMF Working Paper WP/10/83.

11 Z. Darvas (2013), *Can Europe recover without credit?,* Bruegel Policy Contribution, febrero.

12 M. Biggs, T. Mayer y A. Pick (2010), *Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles,* mimeo.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

La información de la base de datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permite un análisis desagregado de la evolución reciente de la oferta y la demanda de crédito de las empresas no financieras y del grado de acceso a este. La CIRBE recopila mensualmente información individualizada sobre los saldos y la situación crediticia de los préstamos superiores a 6.000 euros otorgados por todas las entidades de crédito que operan en España. Se dispone, además, de las peticiones de información que formulan a la CIRBE las entidades con el fin de conocer la situación deudora de las empresas que les solicitan financiación y con las que no mantienen riesgos (para las que tienen riesgos, esa información la reciben sin necesidad de solicitarla). A partir de estas solicitudes de información se puede identificar a un subconjunto de las empresas que están buscando financiación bancaria (solamente a aquellas que la solicitan con bancos con los que no tenían previamente préstamos) y, observando la evolución de sus saldos crediticios, se puede conocer si finalmente la consiguen[1]. Por tanto, el número de solicitudes se puede utilizar como una variable que aproxima la demanda de crédito, mientras que la proporción de las empresas que obtiene financiación es una medida de acceso al crédito, que depende tanto de los criterios de concesión aplicados por las entidades como de la calidad crediticia de las empresas que demandan fondos. Ambos indicadores, junto con el número de concesiones y los volúmenes de financiación bancaria otorgada aproximados por el incremento de los saldos crediticios de las empresas, se presentan en los gráficos 1 a 4.

Como se puede observar en el gráfico 1, el inicio de la crisis en 2008 vino acompañado de una fuerte contracción de la demanda de crédito por parte de las empresas españolas, que se prolongó hasta principios de 2013. El comportamiento a nivel sectorial no fue, sin embargo, homogéneo ni en el tiempo ni en la intensidad. Así, mientras que la demanda del sector de la construcción y servicios inmobiliarios experimentó una fuerte caída entre 2008 y finales de 2010, la del resto de los sectores se mantuvo prácticamente inalterada. Desde entonces, las solicitudes de crédito se redujeron paulatinamente en ambos sectores, de forma que a finales de 2013 el número de empresas demandantes de fondos era alrededor de un 60 %, en el caso del sector inmobiliario, y un 16 %, en los otros sectores, inferior a la del comienzo de la crisis. En paralelo, la proporción de empresas solicitantes de fondos que los obtienen (con entidades con las que no operaban anteriormente) se habría reducido de forma abrupta entre 2008 y 2009, descendiendo más lentamente en los años siguientes, hasta alcanzar un mínimo en abril de 2013, del 36 %, cerca de 20 puntos por debajo del nivel de principios de 2008 (véase gráfico 2). Ello habría sido consecuencia, seguramente, tanto del endurecimiento de las condiciones de oferta como del deterioro de la calidad crediticia de los demandantes percibida por las entidades. El descenso de la demanda de crédito y de la proporción de las peticiones concedidas se tradujo en un importante retroceso del volumen de las nuevas operaciones de crédito (véanse gráficos 3 y 4). Estos dos factores habrían desempeñado un papel más importante en el sector inmobiliario, lo que resultó en una caída más intensa tanto de la proporción de compañías que obtuvo los fondos solicitados como del volumen de las nuevas operaciones.

Desde principios de 2013, la mejora de la situación y de las perspectivas macroeconómicas permitió que estas tendencias comenzaran a revertir. Así, la demanda de crédito de las empresas habría tendido a recuperarse, impulsada exclusivamente por la procedente de aquellas que operan en sectores distintos del inmobiliario, al tiempo que la proporción de compañías que obtuvo los fondos solicitados tendió a elevarse de forma generalizada, de manera que desde el mínimo de 2013 aumentó unos 3 pp, hasta aproximadamente un 40 % en octubre de 2014. En el sector relacionado con las actividades inmobiliarias, el número de solicitudes de crédito ha permanecido estancado en este período, aunque un mayor número de ellas consiguió financiación bancaria. Finalmente, cabe destacar que, a pesar de la mejora del acceso al crédito y del aumento de la demanda, los volúmenes de las nuevas operaciones apenas se han elevado, lo que indica que para el subconjunto de las empresas aquí analizadas se está produciendo un mayor número de concesiones de crédito, pero por importes medios inferiores a los que se venían observando en el pasado.

Con el fin de conocer hasta qué punto la reciente recuperación que se observa en la proporción de empresas demandantes de fondos que los obtienen refleja una mejora genuina del acceso al crédito o cambios en las características de las compañías que los solicitan, se ha modelizado la probabilidad de que una empresa obtenga un crédito en función de una serie de variables de la propia empresa y de una batería de efectos fijos[2], permitiendo además que los coeficientes de las variables varíen según distintos subperíodos (véase cuadro 5). En particular, se distinguen tres: la época de expansión (2003-2007), la de crisis (2008-2012) y la de recuperación (2013-2014). En general, los coeficientes de las variables presentan el signo esperado y son estadísticamente significativos. Así, como se puede observar en el cuadro, el endeudamiento, la carga financiera y el hecho de que la empresa mantenga algún saldo moroso con algún banco en el mes anterior a la solicitud del crédito afectan negativamente a las posibilidades de

1 Más concretamente, se considera que una empresa obtiene financiación cuando su saldo de crédito (incluyendo tanto el disponible como el dispuesto) con los bancos con los que no mantenía riesgos aumenta entre t - 1 y t + 3.

2 Las estimaciones proceden de un modelo de probabilidad lineal en el que se han incluido como variables explicativas el tamaño del activo, una variable binaria que indica si la empresa tiene un saldo moroso, el logaritmo de uno más la edad en años de la empresa, la ratio de endeudamiento y la de carga financiera. Además, se incluyen efectos fijos de empresa, efectos fijos de año y efectos fijos temporales combinados con una variable binaria de edad. Las estimaciones se han realizado para el subconjunto de empresas que aparecen en la CIRBE para las que se dispone de información en la Central de Balances. Los datos abarcan el período 2003-2014.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 NÚMERO DE PETICIONES DE CRÉDITO

2 PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE OBTIENEN CRÉDITO

3 NÚMERO DE CONCESIONES DE CRÉDITO

4 VOLUMEN DE CRÉDITO CONCEDIDO

TOTAL — SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO — OTROS SECTORES

5 IMPACTO MARGINAL SOBRE LA PROBABILIDAD DE OBTENCIÓN DE CRÉDITO (a) (b) (c)

	2003-2007	2008-2012	2013-2014
Morosidad	-0,111*	-0,133*	-0,132*
Endeudamiento	-0,053*	-0,073*	-0,073*
Carga Fin.	-0,002*	-0,005*	-0,005*
Activo	-0,062*	-0,052*	-0,046*
Edad	-0,002	0,014	0,009

6 PROBABILIDAD ESTIMADA DE OBTENCIÓN DE CRÉDITO (d)

FUENTE: Banco de España.

a Resultados a partir de un modelo de probabilidad lineal estimado con datos del período 2003-2014 para el subconjunto de empresas que aparecen en la CIRBE y de las que se dispone de información en la Central de Balances. Los coeficientes representan los efectos marginales de cada una de las variables retrasadas un período sobre la probabilidad de obtención de un crédito.

b La variable Activo total entra en las estimaciones en logartimos y se corresponde con el activo total de la empresa; la variable Morosidad es una variable binaria que toma el valor uno si la empresa tiene algún saldo moroso con algún banco en el período anterior y cero en caso contrario; la variable de Edad es el logaritmo de uno más la edad en años; la ratio de Endeudamiento se ha calculado como la deuda total menos los activos más líquidos menos los préstamos concedidos sobre el activo total; y la Carga financiera se calcula como los intereses sobre el resultado económico bruto más los ingresos financieros.

c El asterisco (*) indica significatividad del coeficiente al nivel de confianza del 1 %.

d Se presenta la probabilidad para cuatro tipos de empresas: 1) empresas medianas (para las que se toma el valor mediano de todas las variables); 2) empresas con situación financera más favorable (para las que se toma el valor del percentil 10 de la carga financiera y del endeudamiento); 3) empresas con situación financiera menos favorable (para las que se toma el valor del percentil 90 de la distribución de la carga financiera y del endeudamiento), y 4) empresas nuevas (se consideran aquellas con edad igual o inferior a dos años).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

que la empresa consiga fondos con algún banco con el que no tuviera lazos crediticios previos. En cambio, en contra de lo que cabría esperar, de acuerdo con las estimaciones, el volumen de activos de la compañía tiene un efecto negativo sobre la probabilidad de obtención de un crédito, lo que puede estar relacionado con un posible sesgo en la muestra de sociedades aquí tratadas[3]. Del análisis de los resultados por subperíodos se desprende que, tras la crisis, la probabilidad de obtención de crédito pasó a ser más sensible a cambios en los determinantes financieros de las sociedades, lo que sugiere que las entidades estarían discriminando entre empresas en mayor medida que en la época de expansión.

Finalmente, en el gráfico 6 se presenta la evolución de las probabilidades de obtención de un préstamo para distintos tipos de compañías: 1) la mediana, que aproxima a una sociedad típica; 2) una, representativa de las que tienen una posición financiera más favorable; 3) otra, representativa de las que se hallan en la situación contraria[4], y 4) las empresas de nueva creación[5]. Los resultados muestran que el deterioro en el acceso al crédito entre 2007 y 2010 habría sido similar para las empresas nuevas y para las ya establecidas, mientras que, en los años 2011 y 2012 el endurecimiento habría continuado para las empresas de nueva creación y se habría mantenido para el resto. Posteriormente, el acceso al crédito habría tendido a mejorar, y de manera más acusada en el caso de las compañías nuevas; habría llegado incluso a los niveles de antes de la crisis financiera, si bien este último resultado hay que valorarlo con cautela, ya que el coeficiente asociado a este efecto se mide con cierta imprecisión. Por su parte, atendiendo a la posición financiera de las empresas, se observa cómo en aquellas con mayor endeudamiento y carga financiera sus posibilidades de obtención del crédito se redujeron en mayor medida en los años de la crisis y que, desde 2012, la recuperación de esta probabilidad está siendo menos acusada que para aquellas otras que presentan una mejor situación financiera. Así, de acuerdo con los resultados de las estimaciones, que, por ser tales, han de interpretarse siempre con las debidas cautelas, para este último grupo, la probabilidad de obtención de un crédito en 2014 no sería significativamente distinta de la estimada para antes de la crisis, mientras que, en el caso de aquellas con una situación financiera menos sólida, dicha probabilidad se situaría bastante por debajo de los niveles observados en la etapa expansiva.

3 En particular, la CIRBE solo permite identificar a aquellas que solicitan financiación con entidades con las que no mantenían riesgos. En este sentido, este resultado podría explicarse si las empresas de mayor tamaño que piden créditos a entidades con las que no operan son precisamente aquellas cuyos bancos habituales han declinado otorgarles el crédito por considerar que tienen una mala calidad crediticia.

4 Para hallar la probabilidad de obtención de un crédito en las empresas con situación financiera menos y más favorable, se toma el valor del percentil 90 y 10, respectivamente, de la carga financiera y de la ratio de endeudamiento, y la mediana para el resto de las variables.

5 Se considera que la empresa es nueva si tiene una edad igual o inferior a dos años. Para calcular la probabilidad, se toma el valor mediano del resto de las variables.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 Introducción

Este anejo del *Informe Anual,* dedicado a la gestión del Banco de España, sintetiza los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2014, 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).

La actividad del Banco de España en 2014 se ha desarrollado en un contexto de importantes novedades, tanto en el ámbito del Eurosistema (en particular, en relación con la política monetaria del BCE y la supervisión bancaria) como en los marcos normativos nacional e internacional.

En concreto, en las instituciones del Eurosistema la actividad ha estado condicionada por el lanzamiento de una nueva fase en la política monetaria del BCE, que amplía el uso de medidas no convencionales, en respuesta a los riesgos de entrar en un período demasiado prolongado de baja inflación y una vez que los tipos de interés ya habían alcanzado su límite inferior efectivo. En esta nueva etapa, el tamaño y la composición del balance del BCE se convirtieron en un instrumento primordial de la política monetaria, que permitió profundizar en el tono expansivo de esta e impulsar un estímulo adicional a la economía y a la concesión de crédito al sector privado.

Por otra parte, cabe señalar la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), uno de los pilares de la unión bancaria, que ha sido un paso de gran trascendencia para el Banco de España, así como para el BCE y el resto de autoridades nacionales. El MUS, que inició su andadura en noviembre de 2014, requirió un intenso trabajo preparatorio durante la mayor parte del año, destinado al establecimiento del marco institucional del nuevo sistema y a garantizar su funcionamiento efectivo. Estos trabajos preparatorios culminaron con el desarrollo de un ejercicio de evaluación global de los activos de las entidades significativas de la zona euro sujetas a la supervisión directa del MUS.

Finalmente, durante 2014 diversos cambios normativos incidieron en la actividad del Banco de España. Los principales cambios regulatorios han estado destinados a perfeccionar el marco aplicable a las entidades supervisadas, a mejorar la información financiera y prudencial, así como a aumentar la transparencia y a facilitar el acceso de los ciudadanos a la información relacionada con las instituciones públicas. Entre los primeros, destaca la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. En la parte de transparencia, el Banco de España se ha adaptado al cumplimiento de la Ley 19/2013, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno, que, entre otras cuestiones, ha requerido el diseño y la construcción del portal de transparencia del Banco de España. Por último, también cabe mencionar la modificación de la Ley de Autonomía del Banco de España para reconocer el carácter de entidades instrumentales de la nueva sociedad de fabricación de billetes y de la Fundación de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema y en otros organismos internacionales

Al igual que en años anteriores, a lo largo de 2014 el Banco de España participó de forma intensa en las actividades del Eurosistema. El gobernador asistió a las reuniones periódicas que celebraron el Consejo de Gobierno y el Consejo General del Banco Central Europeo (BCE), en las que se adoptan las decisiones de política monetaria y las decisiones relativas al funcionamiento del Eurosistema, así como las relativas al nuevo marco de supervisión bancaria desde noviembre de 2014.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El Banco colaboró en la preparación y puesta en práctica de las medidas no convencionales de política monetaria

El Banco colaboró activamente en los trabajos de los diferentes comités del BCE (Política Monetaria, Operaciones de Mercado, Estabilidad Financiera, Estadísticas, Billetes, Sistemas de Pago y Liquidación, Legal, Gestión de Riesgos, Relaciones Internacionales). El pasado fue un ejercicio particularmente intenso, ya que, entre otros proyectos, debieron diseñarse nuevos instrumentos no convencionales de política monetaria; actualizar la documentación general sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria; establecer el marco institucional para la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS); revisar el marco de gestión de las reservas exteriores del Eurosistema; elaborar los nuevos informes macroprudenciales; poner en circulación el nuevo billete de 10 euros; ultimar la puesta en marcha del proyecto TARGET2-Securities, y culminar la migración de adeudos directos y transferencias SEPA.

Además de participar con derecho a voto en el Consejo General de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), el gobernador del Banco de España fue elegido el 18 de diciembre miembro de su Comité Director, pasando a ocupar la plaza que quedó vacante tras la finalización del mandato de D. Ignazio Visco, gobernador del Banco de Italia.

Como institución responsable de la supervisión macroprudencial en la UE, la ESRB mantuvo en 2014 el seguimiento de los principales riesgos sistémicos que, desde su ámbito de competencia, pudieran amenazar la estabilidad financiera de la UE, al tiempo que desarrollaba un marco analítico y operativo de la supervisión macroprudencial. En este último campo, en 2014 destaca la recomendación que orienta la aplicación del *colchón de capital contracíclico* en la UE.

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 asistió a las reuniones informales del ECOFIN y el Banco de España ha colaborado en los trabajos del Comité Económico y Financiero (CEF) y sus subestructuras.

En el ámbito prudencial, el Banco de España ha tenido un papel activo en los trabajos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), entre los que destacó, además de su actividad regulatoria, la realización de las pruebas de estrés a la banca de forma conjunta con el BCE. Todas las directrices emitidas por la EBA en este ejercicio han sido ya adoptadas por el Banco de España —o están en proceso de hacerlo— en forma de guías propias, que se encuentran publicadas en su página web.

El Banco de España también ha contribuido al trabajo desarrollado por diversos comités y grupos internacionales en materia de regulación, supervisión y estabilidad del sistema financiero, como el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que publicó el pasado año el documento consultivo que incorpora la propuesta de un nuevo estándar internacional sobre la capacidad de absorción de pérdidas *(Total Loss-Absorbing Capacity* —TLAC—), que los bancos sistémicos de importancia global (G-SIB) deben tener en caso de resolución.

En 2014 se ha completado el marco de Basilea III

También ha participado en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), que ha completado el marco de Basilea III con la publicación de la propuesta final de ratio de liquidez a largo plazo (NSFR, por sus siglas en inglés) y con la finalización del diseño y de los requisitos de comunicación al mercado del coeficiente de apalancamiento.

En su calidad de gobernador alterno ante el FMI, el Banco de España ha mantenido un papel activo en el Fondo y ha dado apoyo a los representantes españoles en él. En relación con el G-20, el Banco de España ha seguido participando en los foros europeos en los que

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

se decide la posición de la Comisión Europea y del BCE, y colabora con el Ministerio de Economía y Competitividad en la posición española en este foro.

En 2014, el Banco continuó su colaboración con los bancos de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo (BID)— y, en el plano 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.

La colaboración con organismos latinoamericanos continúa siendo intensa

Asimismo, la colaboración con organismos latinoamericanos continúa siendo intensa, especialmente con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), principal foro de coordinación de los bancos centrales latinoamericanos; y, en el ámbito supervisor, con la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), de la que España es el único miembro no regional.

2.1 COOPERACIÓN TÉCNICA Y ENCUENTROS DE ALTO NIVEL

La cooperación técnica internacional del Banco de España incluye cursos y seminarios, reuniones de expertos, visitas de estudio y de trabajo, misiones en el exterior y la atención regular de consultas sobre un amplio abanico de temas. El Banco de España tiene firmado un memorando de entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés) con el CEMLA, participa en sus diferentes grupos de trabajo y es uno de los mayores colaboradores en sus actividades formativas, un buen número de las cuales son coorganizadas por ambas instituciones. El Banco de España también es miembro de sus comités de Recursos Humanos, de Tesorería y de Contabilidad y Presupuesto.

En 2014 se llevaron a cabo 11 cursos, de los que cuatro se celebraron fuera de España. También se celebraron en Madrid dos reuniones de expertos, coorganizadas con el CEMLA.

Además, el Banco colabora en actividades formativas de cooperación técnica organizadas por otras instituciones, como la ASBA, el FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas), el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).

En 2014, al margen de la atención prioritaria hacia la región latinoamericana, se mantuvo el impulso de apertura del alcance regional de la cooperación técnica. Así, se organizó una nueva edición del seminario internacional sobre regulación financiera y supervisión, que, impartido en inglés, cuenta con una presencia importante de otras regiones, en particular de Asia.

Por otra parte, el Banco de España organizó en 2014 diversas reuniones y encuentros de alto nivel, algunos con gobernadores de otros bancos centrales, como el de Chile y el del Banco de Inglaterra, orientados a compartir conocimientos y a 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). Además, se presentó el *Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2014* del BID.

Asimismo, se coorganizaron dos ediciones del Foro de Análisis Latinoamericano, una de ellas con el Instituto Elcano en su sede, y la 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

3 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, con el objetivo fundamental de asesorar a los órganos de gobierno del Banco de España. Como resultado de estas actividades, durante 2014 se han publicado 31 Documentos de Trabajo, 7 Documentos Ocasionales y 22 artículos en revistas académicas, en otras revistas o como capítulos de libros. Un mayor detalle de estas publicaciones y del resto de las actividades de investigación está disponible en el *Economic Research Portal* (http://www.bde.es/investigador/home.htm). Adicionalmente, en 2014 se inició la publicación, con frecuencia semestral, de un *Research Update,* al que también se puede acceder desde el vínculo anterior.

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.

— Estabilidad financiera.

— Economía y finanzas internacionales.

— Economía española.

Se avanzó en el desarrollo de modelos para estudiar los mecanismos de transmisión de una devaluación interna en un contexto de desapalancamiento

En el ámbito de la modelización macroeconómica, se avanzó, entre otros temas, en el desarrollo de modelos de equilibrio general para estudiar los mecanismos de transmisión de una devaluación interna en un contexto de desapalancamiento, los riesgos sobre el escenario de recuperación con baja inflación y la interacción de todo ello en una unión monetaria con los tipos de interés en la cota cero.

En cuanto al análisis de la política monetaria y su mecanismo de transmisión, se ha investigado el impacto de las medidas no convencionales llevadas a cabo por el BCE (en concreto, las subastas de liquidez a tres años del Eurosistema de 2011 y 2012) sobre el crédito empresarial en España.

La investigación en el área de estabilidad financiera se ha dirigido, en parte, a profundizar en el desarrollo y mejora de los distintos elementos que configuran la herramienta de análisis prospectivo de la solvencia de las entidades bancarias, conocida por las siglas FLESB *(Forward Looking Exercise on Spanish Banks).*

Por lo que respecta al área de economía y finanzas internacionales, se continuó evaluando el efecto del endeudamiento del sector privado en la intensidad de la recuperación económica en las economías avanzadas, en esta ocasión a través de las decisiones de consumo de los hogares.

Finalmente, las líneas de trabajo sobre economía española se han centrado en analizar los determinantes de la fortaleza de la recuperación de la inversión productiva, el consumo privado y, especialmente, el sector exterior, así como de su sostenibilidad, en un contexto de corrección aún incompleta de los desequilibrios, y en particular de elevado endeudamiento exterior y de los distintos sectores. Por otro lado, se ha estudiado el cambio en el comportamiento de la inflación, su sensibilidad al ciclo y los riesgos de la baja inflación.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS SUPERVISADAS A 31.12.2014 CUADRO A.1

	Entidades significativas del MUS	Entidades menos significativas del MUS	Total (a)
Entidades de crédito	64	76	140
Bancos	45	25	70
Cajas de ahorros (b)	—	5	5
Cooperativas de crédito	19	46	65

a Además, operan en España el ICO, que tiene la condición de entidad de crédito, y 86 entidades extranjeras mediante establecimiento permanente (sucursal), de las cuales 7 son de terceros países, 11 de países de la UE no participantes en el MUS y 68 de países de la UE participantes en el MUS. Las entidades del segundo grupo tienen la condición de «entidades menos significativas» del MUS.
b Se incluyen 3 cajas de ahorros en proceso de transformación en fundaciones bancarias.

En el ámbito de las políticas estructurales, se ha analizado el papel de las reformas en un contexto de desapalancamiento y se ha profundizado en la medición y el estudio de los determinantes de los márgenes empresariales. Por lo que respecta al mercado laboral, se ha examinado el impacto de la rigidez salarial sobre la evolución del empleo entre 2009 y 2010, así como la brecha salarial entre empleados de los sectores público y privado. En el ámbito financiero se ha seguido trabajando en la mejora de las herramientas disponibles para realizar proyecciones de la evolución de la financiación a hogares y empresas, y se ha estimado cuál ha sido el impacto de la reestructuración bancaria sobre el crédito.

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 publicado en los canales habituales de la profesión. El Banco de España organiza 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 reuniones científicas, en 2014 el Banco de España ha celebrado, en colaboración con otras instituciones, varias conferencias y seminarios:

— *XXII CEPR European Summer Symposium in International Macroeconomics (ESSIM).*

— *2014 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report – IDB.*

— *III Workshop on International Financial Markets.*

— *3rd World Bank-Banco de España Research Conference: Financing growth: Levers, Boosters and Brakes.*

4 Supervisión y regulación

4.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

Al cierre de 2014 había 140 entidades de crédito españolas supervisadas

El cuadro A.1 refleja las entidades de crédito operantes en España a 31.12.2014, con indicación de su carácter significativo o no a efectos del MUS.

Otras 171 entidades de distinta naturaleza (entre ellas, establecimientos financieros de crédito, entidades de pago, entidades de dinero electrónico y otras) estaban también sujetas a la supervisión del Banco de España.

El MUS entró en funcionamiento el 4 de noviembre. El nuevo mecanismo supone un cambio sustancial en el marco de competencias de supervisión en Europa, con la ar-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

monización de la supervisión en la zona del euro. El Reglamento del MUS establece una distinción entre las entidades «significativas», que serán directamente supervisadas por el BCE con la colaboración de las autoridades nacionales, y las entidades «menos significativas», que continuarán siendo responsabilidad directa de las autoridades nacionales, y sobre las cuales el BCE llevará a cabo una supervisión indirecta. En el cuadro A.1 están distribuidas las entidades españolas según este criterio.

El año 2014 ha sido intenso en los trabajos de preparación del MUS. Como hitos principales, cabe señalar la aprobación de un reglamento marco, que define la arquitectura del MUS (las funciones supervisoras, su organización y la asignación de responsabilidades entre el BCE y las autoridades nacionales competentes), y el diseño de un *Manual de Supervisión,* que establece unos procedimientos y estándares que deben seguir todos los integrantes del sistema en la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

El Banco de España ejerció plenamente sus funciones supervisoras hasta la entrada en funcionamiento del MUS. Con posterioridad a esa fecha, ha seguido supervisando las entidades menos significativas y ha participado activamente en los denominados «Equipos Supervisores Conjuntos» *(Joint Supervisory Teams,* JST), que son los encargados de la supervisión día a día de las entidades significativas (hay uno para cada una de dichas entidades y están compuestos por representantes del BCE y del supervisor nacional).

Asimismo, el Banco de España ha concluido la tramitación de las actuaciones supervisoras iniciadas antes del 4 de noviembre que, según el esquema previsto para el inicio del MUS, correspondía completar a cada autoridad nacional y ha contribuido a la toma de decisiones supervisoras respecto a las entidades bajo supervisión directa del MUS.

En particular, durante 2014 se llevaron a cabo 253 actuaciones supervisoras, consistentes en visitas de inspección y actuaciones de seguimiento continuado, de las que 240 se realizaron en entidades de crédito. De ellas, 64 se encontraban en curso o pendientes de cierre el pasado 31 de diciembre.

Hay que añadir otros 765 trabajos, de los que 497 están relacionados con entidades de crédito, que incluyen los seguimientos generales periódicos, las revisiones de los informes de auditoría y la revisión anual de los informes de autoevaluación del capital.

Tras las actuaciones supervisoras, se formularon 153 requerimientos a entidades, contenidos en 78 escritos; 135 de estos requerimientos (contenidos en 68 escritos) fueron dirigidos a entidades de crédito. Los principales requerimientos y recomendaciones fueron los relativos a riesgo de crédito y políticas de gestión y control interno, que representaron el 56 % del total.

En 2014 se llevó a cabo la evaluación global de las entidades significativas de la zona euro, previa a la puesta en marcha del MUS

En el conjunto de actuaciones supervisoras mencionadas se incluyen también 29 realizadas en el marco del ejercicio de evaluación global de las entidades significativas de la zona del euro, previas a la entrada en funcionamiento del MUS. En el ámbito nacional, dicha evaluación ha consistido en la realización de una revisión de la calidad de los activos (AQR, por sus siglas en inglés) y una prueba de resistencia o *stress test* de 15 grupos, que representan el 90 % de los activos de las entidades de depósito españolas. Este ejercicio ha sido coordinado por el BCE y ejecutado en estrecha colaboración con el Banco de España. Respecto a la AQR, las entidades españolas fueron las que menores ajustes tuvieron que realizar como consecuencia de la evaluación de los activos. En con-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

junto, la evaluación global mostró que, de las entidades españolas examinadas, 14 superaron el ejercicio con holgura. Una entidad no alcanzó (7,8 %) el umbral mínimo del 8 % de capital de nivel 1 ordinario (CET1) fijado. Sin embargo, previamente a la finalización del ejercicio, la entidad realizó una ampliación de capital que permitió cubrir el citado déficit holgadamente.

Durante 2014, el Banco de España ha continuado realizando una intensa labor de revisión de la idoneidad de los altos cargos de las entidades supervisadas. Así, en 2014 se han revisado 487 expedientes de idoneidad de los miembros de los consejos de administración y directores generales y asimilados de estas entidades, de los cuales 336 —casi el 70 %— corresponden a altos cargos de entidades de crédito.

Finalmente, el Banco de España reforzó su estructura interna para ejercer las competencias supervisoras en materia de transparencia bancaria y protección a la clientela, así como de los sistemas y mecanismos de atención y resolución de conflictos con dicha clientela. Hasta el 31 de diciembre se abrieron 18 actuaciones de comprobación y seguimiento de entidades supervisadas y una inspección *in situ.* Dichas actuaciones originaron la remisión de tres escritos a otras tantas entidades formulando observaciones o solicitudes de información, así como otro escrito a una entidad trasladando cinco requerimientos acordados por la Comisión Ejecutiva.

4.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

En 2014 se incoaron 12 expedientes sancionadores a entidades supervisadas

Durante el año 2014, el Banco de España acordó la incoación de 12 expedientes sancionadores a los siguientes sujetos:

— Cinco bancos y una cooperativa de crédito, por presuntos incumplimientos de las normas de transparencia en las relaciones de las entidades de crédito con la clientela, singularmente en relación con la concesión de préstamos a particulares con garantía hipotecaria, para la adquisición de viviendas.

— Los administradores y directivos de una cooperativa de crédito, como consecuencia de deficiencias en los mecanismos de control y gestión de los riesgos, la incorrecta definición de los grupos económicos e incumplimiento del límite a los grandes riesgos y la existencia de deficiencias contables.

— Una entidad y dos administradores únicos —sucesivos—, por presunto ejercicio de actividades reservadas legalmente a las entidades de pago, sin la preceptiva autorización y sin hallarse inscrita en los correspondientes registros.

— Una entidad de pago y los miembros de su consejo de administración, por presuntos incumplimientos de obligaciones relativas a la salvaguarda de fondos, al mantenimiento de unos recursos propios mínimos y a la remisión al Banco de España de la información requerida.

— Una entidad de pago y sus administradores únicos —sucesivos—, por presuntos incumplimientos de la normativa contable, de su obligación de someter las cuentas anuales a auditoría de cuentas y de salvaguardar los fondos de los usuarios de servicios de pago y de la remisión de información al Banco de España.

— Una sociedad de garantía recíproca y las personas que ostentaban cargos de administración o dirección en esta, por un presunto déficit de recursos propios, situando el coeficiente de solvencia por debajo del mínimo exigido.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

— Una entidad, por usar la denominación reservada de «banco» sin haber obtenido la preceptiva autorización del Ministro de Economía y Competitividad y sin figurar inscrita en el Registro Especial del Banco de España.

Durante 2014 se adoptaron las correspondientes resoluciones sancionadoras con las que se puso fin a cuatro expedientes sancionadores incoados en 2013 a:

— Una entidad de pago, por la comisión de cuatro infracciones graves y una leve (imponiéndose sanciones de multa y dos amonestaciones públicas), y su administradora única, por cuatro infracciones graves (imponiéndose, en este caso, sanciones pecuniarias).

— Una entidad de pago y su administrador único, por la comisión de dos infracciones muy graves y una grave. Por estas infracciones se impusieron sanciones pecuniarias al administrador único y se revocó la autorización de la entidad, además de sanciones de multa y de amonestación pública.

— Una sociedad que ejercía actividades propias de una entidad de pago sin estar debidamente autorizada ni inscrita en el correspondiente registro, y su administrador único; por infracción muy grave se impusieron sendas multas.

— Una entidad de dinero electrónico y los miembros de su consejo de administración, por la comisión de varias infracciones de naturaleza muy grave o grave. Se acordó revocar la autorización otorgada a la entidad, así como inhabilitar a algunos de sus directivos para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad del sector financiero.

4.3 CAMBIOS NORMATIVOS

La LPGE 2015 modificó la Ley de Autonomía del Banco de España, a fin de reconocer el carácter instrumental de la nueva sociedad de fabricación de billetes y del CEMFI

La Ley 36/2014, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2015, introdujo una nueva disposición adicional octava a la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, por la que se habilita al Banco a encomendar la producción de billetes en euros que le corresponda a una sociedad mercantil de capital público en la que ostente una mayoría de control, cuyo objeto social exclusivo será la producción de billetes en euros en el ámbito del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

La nueva sociedad tendrá carácter de entidad instrumental del Banco de España, por lo que, con independencia de su sujeción al Derecho privado, le resultará de aplicación el régimen patrimonial, presupuestario y de contratación de personal y bienes y servicios de la institución. En esta misma línea, el presupuesto de la nueva sociedad de fabricación de billetes en euros se incluirá como anexo al presupuesto del propio Banco de España.

La nueva disposición adicional octava de la Ley 13/1994 reconoce idéntico carácter de entidad instrumental a la Fundación Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), creada en 1987 por el Banco de España para promover la formación y la investigación en el ámbito de la Economía, con especial dedicación a los temas monetarios y financieros.

Como consecuencia de este cambio en su naturaleza jurídica, el CEMFI, sin perjuicio de su sujeción a la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones, queda sometido al régimen patrimonial, presupuestario y de contratación del Banco de España, por lo que su presupuesto se incluirá también como anexo al del Banco.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En 2014 se aprobó la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito

En 2014 continuaron las reformas en el marco normativo de las entidades de crédito y demás entidades supervisadas por el Banco de España. Entre los cambios regulatorios que afectan al régimen prudencial de las entidades supervisadas, cabe resaltar particularmente la *Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.* Esta norma adapta la legislación nacional a los cambios normativos operados en la Unión Europea tras la publicación del Reglamento (UE) n.º 575/2013 y de la Directiva 2013/36/UE (CRR-CRD IV), completando la transposición que había iniciado el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre. Asimismo, refunde las principales normas de ordenación y disciplina de entidades de crédito, de forma que el texto engloba la regulación de los aspectos generales del régimen jurídico de acceso a la condición de entidad de crédito, el funcionamiento de sus órganos de gobierno y los instrumentos supervisores y sancionadores a disposición de las autoridades.

Entre los cambios que inciden en el marco operativo en el que desarrollan su actividad las entidades supervisadas por el Banco de España, destaca un conjunto de medidas acometidas con la finalidad de facilitar una reestructuración viable de las deudas de las empresas. Estas medidas se concretan en diversas modificaciones de la regulación del procedimiento concursal, así como de la fase preconcursal (Ley 17/2014 y Real Decreto-ley 11/2014).

Otra norma importante que afecta al marco jurídico de las entidades supervisadas es el *Real Decreto 304/2014, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.* Entre otras novedades introducidas, destaca la obligación de identificar a las personas físicas o jurídicas que establezcan relaciones de negocio o intervengan en cualesquiera operaciones ocasionales cuyo importe sea igual o superior a 1.000 euros.

En cuanto al desarrollo de la normativa de ordenación y disciplina de las entidades supervisadas, se materializó en las siguientes circulares del Banco de España:

— Circular 1/2014, de 31 de enero, a entidades de crédito, por la que se modifica la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

— Circular 2/2014, de 31 de enero, a las entidades de crédito, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias 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 las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

— Circular 3/2014, de 30 de julio, a las entidades de crédito y sociedades y servicios de tasación homologados, por la que se establecen medidas para fomentar la independencia de la actividad de tasación mediante la modificación de las circulares 7/2010, 3/1998 y 4/2004, y se ejercitan opciones regulatorias en relación con la deducción de activos intangibles mediante la modificación de la Circular 2/2014.

— Circular 5/2014, de 28 de noviembre, por la que se modifican la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros; la Circular 1/2010, de 27 de enero, a entidades de crédito, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

a los hogares y las sociedades no financieras, y la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos. Esta circular incorpora los nuevos requerimientos de información estadística que el Banco de España debe facilitar al Banco Central Europeo, de acuerdo con el Reglamento (UE) n.º 1071/2013 del BCE, de 24 de septiembre, relativo al balance de las instituciones financieras monetarias (refundición), y, por otro lado, adapta el contenido de la información financiera pública y de la información de carácter reservado a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP (con información financiera en base consolidada). Los estados con información estadística para el BCE entraron en vigor desde los datos relativos a 31 de diciembre de 2014 y el resto de estados entrarán en vigor, con carácter general, desde los datos correspondientes a 30 de septiembre de 2015.

— Circular 6/2014, de 19 de diciembre, por la que se aprueban normas para la liquidación y el pago de la tasa por la realización de la evaluación global a las entidades de crédito.

Por último, y como complemento de los cambios normativos anteriores, también hay que mencionar el escrito que el Banco de España remitió a las asociaciones de entidades el 18 de marzo, en relación con el tratamiento contable de los importes debidos tras un acuerdo de refinanciación de los previstos en la Ley Concursal. Se daba así cumplimiento al mandato contenido en la disposición adicional primera del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 marzo, al que antes se ha hecho referencia.

4.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

El Reglamento (UE) n.º 680/2014 unifica los formatos, frecuencia y plazos de la información prudencial y financiera que las entidades tienen que remitir a sus supervisores

Al margen de los cambios introducidos por la Circular 5/2014 del Banco de España, mencionados en el epígrafe anterior, en 2014 se aprobó el Reglamento de Ejecución (UE) de la Comisión n.º 680/2014, de 16 de abril, por el que se establecen las normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013. Dicho reglamento establece unos formatos de estados, frecuencia y plazos de presentación uniformes a escala europea para gran parte de la información prudencial y financiera que tienen que remitir las entidades de crédito a sus supervisores bancarios.

La entrada en vigor del Reglamento (UE) n.º 680/2014 ha supuesto que las entidades de crédito hayan comenzado a remitir al Banco de España los estados con información prudencial que en él se establecen, desde los datos relativos a 31 de marzo de 2014 inclusive, así como los estados FINREP, desde los datos relativos a 30 de septiembre de 2014 inclusive.

Por su parte, la entrada en vigor del MUS ha implicado que el Banco de España tenga que enviar al BCE los estados regulados en el citado Reglamento (UE) n.º 680/2014 que recibe de las entidades de crédito españolas, y que el BCE se encargue de remitir los estados de los grupos significativos a la EBA.

4.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España gestiona la Central de Información de Riesgos (CIR), que contiene datos individualizados de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente, las entidades de crédito) con su clientela. Esta información es utilizada por dichas entidades para la concesión y el 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En 2014 descendió un 2,58 % el número de riesgos declarados a la CIR, respecto a 2013

Durante 2014 ha descendido el número de riesgos declarados a la CIR, que han pasado de 27,6 millones a finales de 2013 a 26,94 millones al final de 2014 (un descenso del 2,58%). En cuanto al importe acumulado, ha pasado de 3,19 billones de euros en diciembre de 2013 a 2,97 billones en diciembre de 2014, lo que supone un recorte del 7,04 %. Asimismo, ha vuelto a disminuir el número de titulares distintos declarados en la CIR, pasando de 15,6 millones a finales de 2013 a 15,38 millones a finales de 2014 (un 1,35 % menos).

En 2014 se han desarrollado los trabajos necesarios para comenzar a declarar desde abril de 2015 los datos de las operaciones conforme a lo dispuesto en la Circular 1/2013, que supone pasar de un sistema de declaración por saldos de los riesgos de los titulares a otro operación a operación, con mucho mayor detalle.

Por su parte, el Banco Central Europeo ha estado trabajando durante 2014 en un proyecto de reglamento sobre recogida de datos crediticios, que, en principio, se aprobará en 2015 y afectará a los datos que se declaran a la CIR.

4.6 ESTABILIDAD FINANCIERA

En el terreno de la política macroprudencial, el Banco de España ha seguido colaborando activamente con los foros internacionales responsables de la supervisión y la regulación macroprudencial, al tiempo que, en el plano interno, ha iniciado un programa para la elaboración de indicadores para el seguimiento del riesgo sistémico.

El Banco de España ha profundizado en el desarrollo de la herramienta FLESB para realizar pruebas de resistencia a las entidades de depósito españolas, con el objetivo de contribuir al seguimiento regular de la situación de estas entidades. Las principales áreas de mejora y desarrollo han estado relacionadas, fundamentalmente, con la estimación de los principales parámetros que miden el riesgo de crédito de las diferentes carteras crediticias. En concreto, se pretende alcanzar mejores ajustes en la estimación de las probabilidades de impago y pérdidas en caso de impago, con especial atención a la obtención de una estimación más precisa del valor de las garantías de las operaciones de crédito. Esta herramienta se encuadra dentro del conjunto de instrumentos a disposición del supervisor como elemento complementario a sus tareas habituales de análisis y seguimiento de las entidades.

5 Funciones operativas

5.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

Los mercados financieros experimentaron una evolución positiva y la fragmentación financiera, aunque todavía elevada, se redujo, si bien se produjeron algunos momentos de tensión. Consecuentemente, el exceso de liquidez siguió cayendo durante el año pasado y se materializó en buena medida en el reembolso anticipado, por un importe de 334 mm de euros, de fondos tomados por las entidades de crédito en las operaciones de financiación a tres años.

El exceso de liquidez siguió cayendo en 2014

Frente a estos progresos, a lo largo de 2014 se fueron poniendo de manifiesto la pérdida de dinamismo de la ya de por sí débil recuperación de la zona del euro y la persistencia de unas reducidas tasas de inflación, cuya perspectiva además era claramente bajista. Como reacción a estos procesos, el Eurosistema adoptó un paquete de medidas entre junio y octubre que, entre otras cosas, incluía la rebaja de los tipos de interés oficiales, un conjunto de ocho operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y dos programas de compras de activos privados, que, ya en enero de 2015, se han visto complementados con un programa adicional de compra de valores públicos.

En las dos primeras operaciones de este tipo, celebradas en septiembre y en diciembre de 2014, la adjudicación alcanzó un total de 212,4 mm de euros, de los que 43,1 mm fueron concedidos en España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

La ejecución de los dos nuevos programas de compras de activos comenzó en octubre de 2014 para el caso de los bonos garantizados y en el mes siguiente para los bonos de titulización de activos. Ambos programas tendrán una duración de al menos dos años. El programa de bonos garantizados es ya el tercero de este tipo que utiliza el Eurosistema y el volumen de las carteras del Eurosistema ligadas a él ascendía al final de 2014 a 29,6 mm de euros, de los que 3,7 mm se hallaban en el balance del Banco de España. Por su parte, las tenencias de bonos de titulización de activos adquiridos bajo el programa correspondiente alcanzaban 1,7 mm de euros y se hallan contabilizados en su totalidad en el balance del BCE.

Las carteras procedentes de los otros tres programas de adquisición de valores se situaban en 28,8 mm de euros en el caso del primer programa de bonos garantizados, en 12,8 mm de euros en el caso del segundo programa de bonos garantizados y en 144,3 mm de euros en el caso del programa para los mercados de valores. De ellos, en el balance del Banco de España se encontraban 3,3 mm, 1,6 mm y 17,8 mm de euros, respectivamente.

Las necesidades de liquidez del área del euro cayeron en 2014 un 15,9 % en términos medios en relación con los niveles de 2013; por su parte, la reducción en la provisión de liquidez ha sido muy superior a la observada en las necesidades de liquidez: 263 mm, frente a 86 mm. Esta diferencia se ha materializado en el descenso en el recurso a la facilidad de depósito por importe de 70 mm y en la caída en el exceso de reservas mantenido por las entidades, cifrada en 107 mm.

En España, y en términos medios, las necesidades de liquidez se redujeron en 2014 en 6,6 mm de euros. Este descenso se materializó en una reducción de los fondos netos tomados en préstamo en el Eurosistema, cifrada en 80 mm de euros, y en una entrada de liquidez vía TARGET, por un importe ligeramente menor.

La participación relativa de las entidades españolas en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se situó en el 29,1 % en 2014

En términos medios, la participación relativa de las entidades españolas en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema se situó en 2014 en el 29,1 %, lo que supone un ligero descenso desde el 30,5 % de 2013. Además, esta participación relativa, que alcanzó un máximo del 34,1 % en agosto de 2012, viene reduciéndose gradualmente y en diciembre de 2014 se situó en un 26,2 %.

Adicionalmente a 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 2014 un importe de 62 mm de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron, en media, en 32 mm de dólares. A 31 de diciembre de 2014, el total de activos en euros, divisas y oro alcanzaba los 102 mm de euros.

Por otro lado, a lo largo del año 2014 el Banco de España ha continuado realizando la gestión de una parte de las reservas exteriores del BCE. En promedio, el volumen gestionado en este ámbito se situó en 7 mm de dólares estadounidenses.

5.2 LA GESTIÓN DEL RIESGO FINANCIERO DE LAS OPERACIONES

En 2014 se ha creado en el Banco de España el Departamento de Riesgos Financieros, cuya función principal consiste en la medición, gestión y mitigación del riesgo generado en las operaciones de crédito e inversión de la institución, con la idea de centralizar y reforzar unas tareas que ya venían desempeñándose en el Banco de una manera más descentralizada.

El desarrollo de estas funciones permite informar la dotación de las correspondientes coberturas, definir la contribución a los trabajos del Comité de Gestión de Riesgos del BCE

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

en relación con sus operaciones de política monetaria y de gestión de las reservas exteriores, así como contribuir a la evaluación de la calidad crediticia de empresas no financieras para la utilización de sus pasivos bancarios como garantía en operaciones de crédito.

5.3 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGO

TARGET2-Banco de España ha funcionado sin incidencias, con una disponibilidad del 100 %

El sistema español de grandes pagos TARGET2-Banco de España, componente español de TARGET2, ha funcionado de manera sólida y estable durante 2014, sin ninguna incidencia significativa y con una disponibilidad del 100 %. El sistema ha procesado cerca de 7,2 millones de operaciones, por un importe superior a 62 billones de euros, lo que supone un descenso del 5,6 % y del 4,38 % con respecto a las cifras registradas el año anterior, respectivamente. Este descenso ha estado en línea con el observado para el conjunto del Eurosistema.

En relación con los pagos al por menor, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), gestionado por Iberpay, ha procesado un total de 1.688 millones de operaciones, por un importe equivalente a 1,5 billones de euros en 2014. Estas cifras representan un aumento interanual del 4,4 % del número de pagos, cambiando así la tendencia de años anteriores, y una disminución interanual del 1,4 % en los importes, inferior a la cifra de los últimos años.

Por lo que se refiere a la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en inglés), en 2014 se completó el proceso de migración de los instrumentos españoles. Desde el 18 de marzo para transferencias y desde el 10 de junio para adeudos domiciliados, todas las operaciones realizadas con estos instrumentos de pago a través del SNCE se procesan conforme a los nuevos estándares SEPA.

Una vez completada la migración a SEPA, se han disuelto los dos foros de cooperación intersectorial nacionales creados a tal efecto: el Observatorio y la Comisión de Seguimiento para la Migración a SEPA. En su lugar, se ha creado el Comité Nacional de Pagos, con unos objetivos y composición más amplios para atender los retos futuros en el ámbito de los pagos al por menor.

Los trabajos para la puesta en marcha de la plataforma del Eurosistema para la liquidación de operaciones de valores en dinero de banco central —TARGET2-Securities— se han acentuado a lo largo de 2014. El Banco de España, junto con el Deutsche Bundesbank, Banque de France y Banca d'Italia, puso la plataforma a disposición del Eurosistema para su aceptación, lo que ha permitido el inicio de las pruebas de los usuarios en octubre de 2014, de acuerdo con el plan previsto.

El Banco de España ejerce también la labor de vigilancia de los sistemas de pago con el fin de contribuir a su seguridad y eficiencia. Una parte importante de esta actividad se ha centrado en TARGET2 y el SNCE, siendo complementada con otras tareas de vigilancia dirigidas a los instrumentos de pago.

5.4 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

El Banco de España fue responsable de la producción de 1.018 millones de billetes en 2014

En el marco de los acuerdos del Eurosistema para la fabricación de billetes en euros de forma descentralizada y mancomunada, al Banco de España se le asignó en 2014 la responsabilidad de producir 1.018 millones de billetes: 519 millones de 50 euros de la primera serie y los restantes, de las denominaciones de 20 y de 5 euros de la segunda serie. Al igual que en ejercicios anteriores, se encargó la fabricación a la Real Casa de la Moneda-FNMT.

El número de billetes ingresados y retirados por las entidades de crédito en el Banco de España en 2014 ascendió a 3.227 y 2.961 millones de billetes, respectivamente, cifras

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

muy similares a las registradas en 2013. Con el fin de velar por el buen estado de los billetes en circulación y combatir las falsificaciones, el Banco de España procesó con medios mecánicos 3.262 millones de billetes, volumen muy parecido al del año anterior. Como consecuencia de su estado de desgaste y deterioro, 1.070 millones del volumen total procesado fueron clasificados como no aptos para retornar a la circulación y, por tanto, destruidos. Esta cifra representa el 33 % de los billetes tratados y es ligeramente superior al 31 % registrado en 2013. La puesta en circulación de los billetes de la serie Europa (de 5 euros en 2013 y de 10 euros en 2014) tuvo como consecuencia la retirada de la circulación y la destrucción de los correspondientes billetes de la primera serie, lo que originó un porcentaje de destrucción superior al de ejercicios precedentes.

La puesta en circulación y la retirada de las monedas acuñadas por cuenta del Estado son tareas encomendadas al Banco de España. Los flujos de salida y de retorno fueron de 1.060 y 176 millones de piezas, respectivamente. De esta forma, la emisión neta acumulada de monedas en euros alcanzó a finales de 2014 los 18.284 millones de piezas.

6 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. El Banco de España elabora las estadísticas relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés. En el marco del Plan Estadístico Nacional se elaboran, además, 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 2014 se han llevado a cabo los trabajos preparativos de la quinta ola y una parte del trabajo de recogida de datos. Además, a finales de año se publicaron en la web del Banco de España, a disposición de los investigadores, los datos microeconómicos correspondientes a la EFF2011.

Por medio de su Central de Balances, el Banco de España también recoge información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, utilizando cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras, trimestral y anualmente, y las cuentas anuales individuales y consolidadas depositadas por las sociedades no financieras en los Registros Mercantiles.

6.1 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2014

En 2014 se inició la contribución del Banco de España a la base de datos del Eurosistema que contiene un detalle valor a valor de carteras de valores negociables *(Securities Holdings Statistics DataBase, SHSDB).* Para ello se ha incorporado la información de valores negociados emitidos por residentes en carteras de residentes a la recogida de información ya existente de valores frente a no residentes.

Por otra parte, se han concluido los trabajos de adaptación de las estadísticas de instituciones financieras monetarias (balances y tipos de interés), fondos de inversión, fondos de titulización y sistemas de pago a los reglamentos del BCE que entrarán en vigor en 2015, año en el que se irá incorporando la nueva información a las publicaciones estadísticas. Asimismo, se publicó el Reglamento del BCE por el que se recogerá información de empresas de seguros.

También el pasado año culminaron las tareas para adaptar las cuentas financieras a la metodología del nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales (SEC 2010), que entró en

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

vigor en septiembre de 2014, así como para incorporar las nuevas demandas de información de los organismos internacionales.

En 2014 han tenido lugar importantes cambios en la elaboración de la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional

En el año 2014 han tenido lugar profundos cambios en la elaboración de la Balanza de Pagos, la Posición de Inversión Internacional y otras estadísticas exteriores relacionadas. Tras varios años trabajando en este proyecto, el Banco de España publicó el 15 de octubre de 2014 estas estadísticas aplicando por primera vez el sexto manual metodológico del FMI e implantando plenamente un nuevo sistema de fuentes de información. Este cambio se ha realizado de forma coordinada a escala europea y coherente también con la entrada en vigor del SEC 2010 para la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras. Las series históricas se están revisando para evitar, en la medida de lo posible, rupturas metodológicas. La difusión de información se ha adaptado a las características de las nuevas fuentes, destacando una mayor agregación del dato mensual.

También el pasado año concluyeron los trabajos de adaptación al SEC 2010 en la Central de Balances, entre los que cabe destacar la adecuación de los estados contables de su monografía anual a los requerimientos del nuevo manual y la revisión de las series históricas, junto con la sectorización y obtención de cuentas anuales completas de los *holdings* que, de acuerdo con la nueva metodología, deben clasificarse entre las instituciones financieras.

7 Conducta de mercado y reclamaciones

En 2014 se ha registrado, en comparación con el año precedente, una progresiva disminución en el número de las reclamaciones presentadas por ciudadanos y por empresas en relación con la oferta de productos y servicios bancarios, disminución que ha ido consolidándose a medida que pasaban los meses. De este modo, y con la información provisional disponible a 27 de mayo de 2015, en 2014 se habrían recibido 29.557 reclamaciones, lo que supone una cifra inferior en un 15 % a la registrada durante 2013. Esta disminución general se corresponde con similar caída en las reclamaciones derivadas de la aplicación de los límites de tipo de interés previstos en las escrituras de préstamos hipotecarios, las denominadas «cláusulas suelo», que alcanzaron la cifra de 15.610.

El número de consultas recibidas en el servicio de atención telefónica aumentó en 2014, con un total de 3.304 telemáticas y 54.986 telefónicas, lo que supone un incremento del 20 %. Por su parte el Portal del Cliente Bancario registró 4,4 millones de páginas consultadas en 2014, ligeramente por encima de los 3,9 millones que tuvo el año precedente.

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 132, que fueron atendidos en su totalidad.

8 Comunicación externa

A través de su política de comunicación, el Banco de España busca mejorar el conocimiento sobre sus funciones y actuaciones, así como contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero, que es una pieza clave de la estabilidad financiera.

8.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

La puesta en marcha del MUS ha sido uno de los ejes de la comunicación del Banco de España en 2014

Las relaciones del Banco de España con los medios de comunicación han girado en buena parte en torno a la puesta en marcha del MUS, con la previa evaluación global de la banca europea, y al papel del Banco en el nuevo sistema de supervisión supranacional que empezó a funcionar en noviembre.

Otros asuntos que han tenido protagonismo en 2014 han sido la puesta en circulación del nuevo billete de 10 euros de la serie Europa y los cambios metodológicos que han afecta-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

do a alguna de las estadísticas más importantes elaboradas por el Banco, como la deuda de las Administraciones Públicas o la Balanza de Pagos (véase epígrafe 6.1).

En 2014, los representantes del Banco mantuvieron más de 30 encuentros con periodistas nacionales y extranjeros, además de una docena de conferencias de prensa o encuentros informativos.

El Banco reformó también su Sala de Prensa virtual para dar cabida a los nuevos contenidos relacionados con el MUS y a los materiales audiovisuales de producción propia y del Eurosistema.

Al margen de estas acciones dirigidas a los medios, el Banco de España utilizó sus publicaciones periódicas *(Informe Anual, Boletín Económico* e *Informe de Estabilidad Financiera)* y las intervenciones de sus directivos como vía principal para dar a conocer sus puntos de vista. Así, el gobernador compareció en junio ante el Congreso para presentar el *Informe Anual,* y en octubre y noviembre, ante el Congreso y el Senado, respectivamente, en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado. Además de estas comparecencias habituales, el gobernador acudió también en junio al Senado para participar en la Comisión Especial de Internacionalización y volvió al Congreso en noviembre para dar cuenta de las nuevas funciones del Banco de España en el marco del MUS. Por su parte, el subgobernador rindió cuentas ante el Congreso, en calidad de presidente de la comisión rectora del FROB, en febrero y en junio.

Además de estas intervenciones parlamentarias, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en más de 30 foros nacionales e internacionales.

8.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

El sitio web del Banco de España y sus portales especializados constituyen los canales más importantes de comunicación con la sociedad por su agilidad, eficiencia y coste.

8.2.1 Información al ciudadano

Las estadísticas de acceso corroboran la importancia de esta vía de comunicación. En el año 2014 hubo un total de 5,8 millones de visitantes, que consultaron más de 30,5 millones de páginas (un 3,7 % más que en 2013) y descargaron 23,5 millones de ficheros.

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.

El Banco de España inició su andadura en redes sociales en 2013 con la apertura de la cuenta de *Facebook* del Concurso Generación €uro (www.facebook.com/generacioneuro). Desde el pasado mes de junio, dispone de un canal en *YouTube* (http://www.youtube.com/user/bdeeuro), a través del cual la institución comparte diverso material audiovisual. En la actualidad, se ofrece un total de 24 vídeos, tanto propios como producidos por el BCE en español, y se han superado las 6.000 visualizaciones.

El Banco atendió 67.990 consultas de empresas y de ciudadanos, un 14 % más que en 2013

Desde diversos puntos de información especializada, el Banco de España atendió el año pasado 67.990 solicitudes de información de empresas y de ciudadanos, a través del Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones y del Servicio de Información Estadística.

8.2.2 Iniciativas educativas

El *Portal Educativo,* que aloja el Programa Educativo sobre

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, como muestran las más de 3,3 millones de páginas consultadas en 2014 por más de 21.000 visitantes.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Banca Central, duplica el número de páginas consultadas respecto a 2013

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 2014 superó los 6.600 visitantes, lo que supone un 24 % más que en el ejercicio anterior. Las visitas pueden ser concertadas a través de la web del Banco de España.

Durante el primer trimestre de 2014 se realizó un vídeo para que el ciudadano visite a distancia la sede principal del Banco de España en Madrid, en el que se recorren diversas salas institucionales y áreas de trabajo (Biblioteca, Escalera Imperial, Patio de Operaciones, Sala del Consejo de Gobierno, Cámara del Oro...), permitiendo descubrir imágenes desconocidas del edificio.

2.490 estudiantes se han inscrito en la cuarta edición del concurso *Generación €uro,* un 58 % más que el año anterior

En marzo de 2014 se celebró en la sede del Banco de España la fase final de la tercera edición del concurso *Generación €uro,* resultando ganador el equipo del IES Cabo de la Huerta, de Alicante, que, además de recibir un premio en el Banco de España, viajó a Fráncfort 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 2014, el Banco de España convocó la cuarta edición del concurso, que se desarrolló entre octubre de 2014 y abril de 2015. De los 5.860 alumnos europeos que se han inscrito, 2.490 han sido estudiantes que cursaban sus estudios de Bachillerato o Formación Profesional de grado medio en centros educativos españoles, lo que supone un 42,9 % del total.

En 2014 se puso en marcha el programa de jornadas educativas sobre banca central en sucursales, dirigido a profesores de Economía de Educación Secundaria, Bachillerato y Formación Profesional, con el objetivo de promover el conocimiento sobre el Banco de España, la banca central, la supervisión y la estabilidad financiera entre la comunidad educativa.

En el ámbito del Plan de Educación Financiera, una iniciativa conjunta con la CNMV, se intensificaron durante el año pasado los contactos con las autoridades educativas y con la comunidad escolar para favorecer la inclusión de la cultura financiera en el currículo, obteniendo el compromiso del Ministerio de Educación, Cultura y Deporte de que la educación financiera se incluya tanto en Primaria como en Secundaria.

En paralelo, se organizó el tercer programa piloto en 3.º de la ESO, en colaboración con el Ministerio y las consejerías de Educación de las Comunidades Autónomas. En total, participaron 450 centros y alrededor de 35.000 estudiantes, con una valoración positiva tanto de los alumnos y sus padres como de los profesores.

Entre las medidas para el desarrollo de la página web www.finanzasparatodos.es, se lanzó una campaña para su implantación en redes sociales (Twitter y Facebook), aumentando la presencia en ellas y el número de usuarios del portal. A finales de año, el número de usuarios únicos había sido de 1,45 millones, que habían accedido a 3,28 millones de páginas vistas.

8.2.3 Campañas de comunicación

Para asegurar la migración eficiente a los instrumentos SEPA, el Banco de España impulsó a finales de 2013 una campaña institucional de ámbito nacional denominada *Date Cuenta,*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

con el objetivo de informar a los diversos usuarios de los servicios de pagos de la implantación de SEPA. En los dos primeros meses de 2014 se puso en marcha la segunda 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.

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 10 euros, el segundo en aparecer tras el de 5 euros, destaca el 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. El Banco de España desarrolló numerosos seminarios sectoriales, además de las actividades dirigidas a los medios de comunicación antes citadas.

9 Organización y administración interna

9.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN

La plantilla total del Banco de España se situó en 2.675 personas

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2014, se situó en 2.675 personas. Además, 146 empleados procedentes del Banco trabajaban en organismos internacionales a fin de año.

La media de antigüedad muestra una suave tendencia decreciente, quedando al final de 2014 por debajo de los 16 años. La proporción de mujeres ha seguido aumentando, alcanzando el 45 % de la plantilla; por lo que se refiere a los puestos de responsabilidad, las mujeres han pasado desde 2010 del 28,6 % al 31,9 %.

En 2014 han cambiado de puesto 286 personas, casi un 13 % del total de empleados, incluyendo la cobertura interna de 81 puestos de jefatura. A esta pronunciada movilidad interna ha contribuido un «ejercicio de movilidad» específicamente orientado al colectivo de técnicos, así como el elevado número de salidas de empleados por diversos motivos.

Por otra parte, en torno a medio centenar de empleados trabajaron para el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC).

A lo largo del año, 96 empleados solicitaron excedencia para incorporarse a trabajar en diferentes organismos económicos internacionales, especialmente en el BCE con motivo de la puesta en marcha del MUS.

Cada empleado ha asistido a una media de 50 horas de formación en el conjunto del año. El 74 % de la plantilla realizó un curso completo y 140 empleados asistieron a cursos internacionales.

Además, se ha puesto en marcha un proyecto piloto de plataforma *e-learning,* como apoyo al autoestudio en los procesos de promoción interna, y se ha intensificado la formación relacionada con el inicio de operaciones del MUS.

La incorporación de empleados (principalmente, inspectores de entidades de crédito) a la nueva función supervisora del BCE ha contribuido a un incremento coyuntural del esfuerzo de selección de nuevo personal. Para afrontar adecuadamente los nuevos retos y adaptarse al actual entorno profesional, el Banco de España publica sus ofertas en portales de empleo y a través de su nuevo perfil en Linkedin (linkedin.com/company/banco-de-espana), operativo desde diciembre y que cuenta ya con 3.400 seguidores.

9.2 ADQUISICIONES Y SERVICIOS GENERALES

En el ámbito de la contratación, se ha cumplido el plan anual aprobado para el ejercicio: se han tramitado 239 expedientes y 7 convenios, y se han cancelado 74 contratos. Asi-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

mismo, se han gestionado 170 prórrogas y denuncias de contratos y 103 anexos y modificaciones contractuales, renegociando los precios con reducción de costes.

En la sede de Cibeles se ha completado la licitación para la ejecución de un nuevo Centro de Proceso de Datos, que se construirá durante los próximos años, y se ha avanzado en el proyecto de recuperación y restauración del antiguo Archivo General.

Como consecuencia de la designación del Banco de España como operador crítico dentro del sector financiero por la Secretaría de Estado de Seguridad, durante el último trimestre de 2014 se trabajó en la elaboración del Plan de Seguridad del Operador, que fue presentado al Centro Nacional para la Protección de las Infraestructuras Críticas en enero de 2015.

9.3 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

Entre los 79 proyectos de sistemas de información gestionados durante el ejercicio 2014, con actuaciones en distintas aplicaciones e infraestructuras, destacan:

— Las pruebas globales del sistema *TARGET2-Securities* (T2S), que permitirán su puesta en funcionamiento en 2015.

— El comienzo de la instalación de las infraestructuras informáticas necesarias para el proyecto MAPS *(Market Activities Processing System),* que realizará la gestión de la cartera de activos financieros en una plataforma bilateral común con el Banco de Francia. El proyecto contempla, además, la integración con los sistemas propios del Banco de España.

— La finalización de las adaptaciones previstas en el sistema CMS *(Collateral Management System)* para incorporar los nuevos requerimientos del Eurosistema, como los *Servicios Triparty,* nacionales y transfronterizos, y la eliminación del principio de repatriación.

— Importantes cambios en los sistemas informáticos de recopilación de información financiera y de solvencia de las entidades (FINREP y COREP), obligados por la puesta en marcha del MUS.

— Dentro del proyecto *ESCB Mail Program,* correo seguro del SEBC, realizado por el Banco de España, se han completado las labores de integración de las infraestructuras de correo de los bancos centrales nacionales, con el fin de que las nuevas funcionalidades se pongan a disposición de los comités del Eurosistema a lo largo de 2015.

9.4 ARCHIVOS Y GESTIÓN DOCUMENTAL

En 2014 se ha avanzado en la implantación del modelo de digitalización corporativo. El mayor logro en este sentido ha sido la digitalización garantizada de los expedientes del *Registro de Altos Cargos,* que dota a las copias digitalizadas de los documentos en papel de plena validez y eficacia jurídica frente a terceros.

En 2014 se ha diseñado y construido el Portal de Transparencia

También se han llevado a cabo los trabajos necesarios para garantizar el cumplimiento de la *Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno.* En particular, se ha identificado la información clave sujeta a la ley y se han definido los procesos para dar respuesta al requerimiento de su publicidad activa, así como la contestación a los ciudadanos que soliciten acceso a la información pública del Banco. Como resultado, se ha diseñado y construido el Portal de Transparencia, en el que se

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

publica la información dispuesta por la ley, y se ha definido el proceso de solicitud de acceso a la información por parte de los ciudadanos y el procedimiento interno y las responsabilidades de los departamentos del Banco para su ejecución.

En línea con este acercamiento de la Administración al ciudadano, se ha creado el Punto de Información del Banco de España. Este servicio, que se presta de manera presencial en todas las ventanillas de registro de la institución (Madrid y sucursales), tiene la finalidad de facilitar la tramitación de los procesos prestados por el Banco de España, ofreciendo información general sobre los procedimientos que se han de seguir y los requisitos que deben cumplirse.

En relación con las colecciones integrantes del Patrimonio Histórico-Artístico Documental, en 2014 se ha abordado el proyecto de mejora de las condiciones de custodia y conservación de las acciones del Banco de San Carlos. El objeto principal del proyecto fue la estabilización y restauración de 148.521 acciones, colocando todas ellas en sus correspondientes unidades de instalación específicas de conservación y permitiendo de esta manera su adecuada protección y preservación.

9.5 INTERVENCIÓN GENERAL

En 2014, el Banco de España continuó desarrollando su sistema de gestión de riesgos operacionales, manteniendo una intensa actividad internacional, participando en la implantación del sistema de gestión del riesgo operacional en el ámbito del Eurosistema/SEBC y copresidiendo el grupo internacional de trabajo sobre riesgo operacional (IORWG, por sus siglas en inglés), integrado por 59 bancos centrales.

Las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2013 fueron auditadas tanto interna como externamente, actuando la Intervención General como interlocutor frente a ambas auditorías, que emitieron informes favorables. Son las primeras cuentas anuales auditadas por KPMG, que ha sido seleccionado como auditor externo para el período 2013-2017.

Se ha impulsado ante el Comité de Contabilidad e Ingresos Monetarios del Eurosistema (AMICO) la modificación de las reglas de distribución de los ingresos monetarios para corregir un desequilibrio relacionado con las operaciones de política monetaria a largo plazo. A final de año, el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado que se identifiquen como activos de política monetaria los intereses devengados por las operaciones de política monetaria a más de un año, con lo que el desequilibrio existente se ha minimizado.

Asimismo, se ha avanzado en la adaptación de los procesos de recepción y emisión de facturas en el Banco de España, como consecuencia de la *Ley 25/2013, de 27 de diciembre, de impulso de la factura electrónica y creación del registro contable de facturas en el sector público.*

9.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna presta servicios independientes y objetivos de aseguramiento y consulta, con el objetivo de añadir valor a la actividad del Banco de España. Ayuda a la institución a cumplir sus objetivos, aportando un enfoque sistemático y disciplinado para evaluar y mejorar la eficacia de los procesos de gestión de riesgos, control y gobierno.

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 2014, derivado del Plan Trienal 2014-2016, el DAI ha realizado casi una veintena de auditorías y ha llevado a cabo el seguimiento de las recomendacio-

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

nes emitidas en anteriores auditorías, tanto de las específicas del Banco de España como de las comunes al SEBC.

9.7 DEPARTAMENTO JURÍDICO

Durante 2014, el Departamento Jurídico, además de sus funciones de asesoría interna, tramitó 1.283 peticiones externas de información o colaboración procedentes de particulares, personas jurídicas u organismos públicos, y otras 549 procedentes de otros bancos centrales nacionales e instituciones europeas.

En cumplimiento del deber de colaboración con los órganos judiciales, se atendieron 1.422 peticiones de información y colaboración procedentes de juzgados y tribunales de todos los órdenes jurisdiccionales.

Se han tramitado 105 denuncias relacionadas con la actividad de entidades supervisadas o con la eventual utilización de denominaciones o ejercicio de actividades reservadas a las entidades de crédito. Los procedimientos judiciales iniciados durante 2014 en los que el Banco de España actuaba como demandante o demandado fueron 19.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA. EJERCICIO 2014

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 2013 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2014. 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 2014. En su apartado 2 se presentan el balance y la cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2014; 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2014

En millones de euros

		Número nota	2014	2013	Variación
ACTIVO					
1	**Oro y derechos en oro**	**1**	**8.943,01**	**7.887,81**	**1.055,21**
2	**Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro**		**32.295,56**	**25.611,86**	**6.683,71**
2.1	Activos frente al FMI	2	5.433,88	5.593,31	-159,43
2.2	Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	26.861,69	20.018,55	6.843,14
3	**Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro**	**4**	**2.800,44**	**2.175,35**	**625,10**
4	**Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro**		**306,89**	**402,28**	**-95,39**
4.1	Depósitos, valores y préstamos	5	306,89	402,28	-95,39
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**	**143.888,80**	**195.170,41**	**-51.281,61**
5.1	Operaciones principales de financiación		21.579,00	17.106,70	4.472,30
5.2	Operaciones de financiación a más largo plazo		122.307,44	178.063,59	-55.756,15
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		2,36	0,12	2,24
6	**Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro**		**2,47**	**3,78**	**-1,31**
7	**Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro**	**7**	**88.238,31**	**88.211,85**	**26,46**
7.1	Valores mantenidos con fines de política monetaria		26.497,76	29.586,07	-3.088,32
7.2	Otros valores		61.740,55	58.625,78	3.114,77
8	**Créditos en euros a las Administraciones Públicas**	**8**	**971,68**	**1.943,37**	**-971,68**
9	**Cuentas intra-Eurosistema**	**9**	**76.686,08**	**53.105,07**	**23.581,01**
9.1	Participación en el capital del BCE		1.312,52	1.077,72	234,80
9.2	Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		5.123,39	4.782,87	340,52
9.4	Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema		70.250,16	47.244,47	23.005,69
9.5	Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—	—
10	**Partidas en curso de liquidación**		**0,68**	**2,12**	**-1,44**
11	**Otros activos**		**5.188,06**	**6.457,70**	**-1.269,64**
11.2	Inmovilizado material e inmaterial	10	272,37	257,97	14,39
11.3	Otros activos financieros	11	25,25	25,25	—
11.4	Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	60,06	104,07	-44,00
11.5	Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	13	3.190,68	4.492,89	-1.302,21
11.6	Diversos	14	1.639,70	1.577,52	62,18
TOTAL ACTIVO			**359.322,00**	**380.971,59**	**-21.649,59**

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2014 (cont.)

En millones de euros

	Número nota	2014	2013	Variación
PASIVO				
1 Billetes en circulación	**15**	**118.152,21**	**104.377,15**	**13.775,06**
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	**16**	**17.851,46**	**30.783,49**	**-12.932,03**
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		12.631,44	15.949,79	-3.318,35
2.2 Facilidad de depósito		5.220,00	14.833,00	-9.613,00
2.3 Depósitos a plazo		—	—	—
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,02	0,70	-0,68
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro		**0,26**	**0,63**	**-0,37**
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		**434,06**	**4.164,40**	**-3.730,33**
5.1 Administraciones Públicas	17	54,61	2.116,77	-2.062,16
5.2 Otros pasivos	18	379,45	2.047,62	-1.668,17
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	**19**	**519,68**	**144,98**	**374,70**
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		**0,86**	**0,95**	**-0,09**
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		**0,83**	**0,73**	**0,10**
8.1 Depósitos y otros pasivos		0,83	0,73	0,10
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	**20**	**3.371,58**	**3.162,06**	**209,52**
10 Cuentas intra-Eurosistema	**21**	**189.717,85**	**213.382,14**	**-23.664,29**
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)		189.717,85	213.382,14	-23.664,29
11 Partidas en curso de liquidación	**22**	**22,23**	**1.679,49**	**-1.657,26**
12 Otros pasivos		**129,47**	**176,00**	**-46,53**
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	23	—	—	—
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	24	9,93	55,74	-45,81
12.3 Diversos	25	119,54	120,27	-0,72
13 Provisiones	**26**	**10.184,62**	**9.013,67**	**1.170,95**
14 Cuentas de revalorización	**27**	**14.517,86**	**9.038,52**	**5.479,34**
15 Capital y reservas		**1.899,81**	**1.899,81**	—
15.1 Capital	28	1.000,00	1.000,00	—
15.2 Reservas	29	899,81	899,81	—
16 Beneficio del ejercicio	**30**	**2.519,22**	**3.147,58**	**-628,36**
TOTAL PASIVO		**359.322,00**	**380.971,59**	**-21.649,59**

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2014

En millones de euros

		Número nota	2014	2013	Variación
1	Ingresos por intereses	1	4.395,18	6.388,48	-1.993,30
2	Gastos por intereses	2	386,33	1.721,62	-1.335,29
3	**Ingresos netos por intereses (1 – 2)**		**4.008,84**	**4.666,86**	**-658,02**
4	Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	23,72	-1,94	25,66
5	Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	4,76	285,36	-280,60
6	Dotaciones y excesos de provisión riesgos financieros	5	-1.124,89	-1.268,68	143,79
7	**Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 – 5 + 6)**		**-1.105,92**	**-1.555,98**	**450,06**
8	Ingresos por honorarios/comisiones		17,01	17,55	-0,55
9	Gastos por honorarios/comisiones		9,23	10,64	-1,42
10	**Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 – 9)**	**6**	**7,78**	**6,91**	**0,87**
11	Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	115,74	221,36	-105,62
12	Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	41,35	173,55	-132,20
13	Otros ingresos y quebrantos	9	19,90	120,88	-100,98
14	**TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)**		**3.087,68**	**3.633,58**	**-545,90**
15	Gastos de personal	10	220,56	217,83	2,74
16	Gastos en bienes y servicios	11	126,81	125,46	1,34
17	Amortización del inmovilizado	12	30,04	30,43	-0,39
18	Costes de producción de billetes	13	82,51	70,31	12,20
19	Otros gastos		3,46	3,21	0,25
20	**TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)**		**463,38**	**447,25**	**16,13**
21	Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	105,08	38,75	66,33
22	**BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 – 20 – 21)**	**15**	**2.519,22**	**3.147,58**	**-628,36**

V.º B.º
El gobernador,

LUIS M. LINDE DE CASTRO

El interventor general,

JAVIER PACIOS RODRÍGUEZ

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 adquisición[2], 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 el caso de las 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

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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan 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, de 6 de octubre de 2011 y de 4 de septiembre de 2014).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 Consejo de Gobierno del BCE decidió en 2014 que los valores de la cartera de política monetaria se valoren a coste amortizado (sujeto a deterioro), con independencia de la intención de negociar con ellos o de mantenerlos hasta su vencimiento. Este nuevo criterio de valoración no ha dado lugar a ningún ajuste ni resultado financiero en 2014, puesto que estos valores ya estaban así contabilizados.

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 autorizadas[3].

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 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.

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 previo a la fecha de vencimiento, y c) en circunstancias excepcionales, tales como un deterioro significativo de la solvencia del emisor.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 establecidas 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 BCN (véanse nota 26 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 26 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 2014 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

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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.

Billetes en circulación

El BCE y los BCN que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes en euros desde el 1 de enero de 2002[4]. 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 billetes[5].

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 intereses[6], 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 establecido[7] 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 los bancos centrales nacionales de acuerdo con sus respectivas claves. Este ajuste se reduce de forma paulatina durante un período de seis años, manteniéndose inalterado en 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 por señoreaje del BCE por los billetes en euros en circulación que tiene asignados y los ingresos por los valores adquiridos conforme al Programa para los Mercados

4 Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes en euros (BCE/2010/29) y sus posteriores modificaciones.

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) y sus posteriores modificaciones.

7 Se considera un período de 24 meses, comenzando 30 meses antes de la fecha de introducción del efectivo en euros.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

de Valores, al Programa de Adquisición de Bonos de Titulización y al tercer Programa de Bonos Garantizados se asignan a los BCN íntegramente en el mismo ejercicio en que se devengan[8]. La liquidación de estos 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 las mencionadas carteras 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 trasferencias emitidas y recibidas por TARGET2[9] 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

8 Decisión del Banco Central Europeo de 15 de diciembre de 2014 (BCE/2014/57) sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo.

9 Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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.

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 corresponden[10].

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 26 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 26 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 2014, y pudiera ser que acontecimientos que, en su caso, tengan lugar

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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

en el futuro obliguen a modificarlas en los próximos ejercicios, lo que se realizaría de forma prospectiva, de acuerdo con la normativa contable vigente.

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 de aquellos, aunque, si son de importancia, se ponen de manifiesto en las notas de la memoria explicativa.

3.2 Notas explicativas al balance

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 8.943,01 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy[11] de oro fino, valoradas a un precio de mercado de 987,77 euros por onza. Estas tenencias no han variado durante el ejercicio. Su valor es superior en 1.055,21 millones de euros al de 2013, como consecuencia del aumento del precio de mercado (al cierre de 2013 la onza cotizaba a 871,22 euros), habiéndose registrado este incremento dentro de las cuentas de revalorización del pasivo. El precio de coste de las tenencias de oro es de 850,43 millones de euros.

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, bien por la financiación neta otorgada al FMI. La cuota de España en el FMI es de 4.023,40 millones de DEG, estando 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 (PRGT)[12], los Nuevos Acuerdos de Préstamos (NAB)[13] 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 2014 a 313,43 millones de euros (262,85 millones de DEG). El acuerdo NAB

11 Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.
12 Poverty Reduction and Growth Trust.
13 *New Arrangements to Borrow.*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 2014 de 957,74 millones de euros (803,20 millones de DEG). El Acuerdo de préstamo bilateral ha supuesto 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 € = 0,838645 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	2014	2013	Variación
Posición en el tramo de reservas	930,42	1.179,29	-248,87
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	3.232,30	3.121,65	110,64
Otros activos frente al FMI	1.271,16	1.292,37	-21,21
TOTAL	**5.433,88**	**5.593,31**	**-159,43**

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 159,43 millones de euros respecto a su saldo a final de 2013.

La disminución que se produce en la cuenta de la posición en el tramo de reservas por 248,87 millones de euros se debe al efecto conjunto de una serie de factores:

— Aumento de 51,55 millones de euros (46,09 millones de DEG) por las aportaciones netas efectuadas por el Banco de España al FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Grecia, Chipre y Ucrania). Normalmente estos préstamos se han materializado en euros a través de pagos por TARGET2.

— Disminución de 358,23 millones de euros (320,34 millones de DEG) por las devoluciones de préstamos por países deudores (Rumanía, Sri Lanka, Grecia, Ucrania, Irlanda y Bosnia). Estos cobros se han materializado en euros.

— Aumento de 57,82 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 aumentado en 110,64 millones de euros, debido al efecto conjunto de una serie de factores:

— Aumento de 61,48 millones de euros (54,97 millones de DEG) por el cobro de DEG derivado de amortizaciones totales o parciales de algunos préstamos PRGT y por el cobro de los intereses generados por nuestras posiciones activas frente al FMI.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

— Disminución de 151,70 millones de euros (135,65 millones de DEG) por ventas de DEG a requerimiento del FMI, por disposiciones de préstamos del programa PRGT IV, por operaciones bajo el acuerdo *Two Way Arrangement* y por el pago de los intereses de nuestras posiciones pasivas frente al FMI.

— Aumento de 200,86 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 21,21 millones de euros, que se explica por el efecto conjunto de una serie de factores:

— En los préstamos NAB, se ha producido una disminución neta de 74,14 millones de euros (66,30 millones de DEG), siendo los motivos que la explican los nuevos préstamos NAB concedidos, por 144,26 millones de euros (129,00 millones de DEG), y las amortizaciones totales o parciales de los primeros préstamos NAB concedidos, por 218,40 millones de euros (195,30 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 26,06 millones de euros (23,30 millones de DEG) por amortizaciones totales o parciales de estos préstamos. Estos préstamos se realizan en DEG.

— Aumento de 78,99 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 2014 se eleva a 26.861,69 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2014	2013	Variación
Depósitos	489,90	151,00	338,90
Valores	26.366,10	19.859,53	6.506,56
Cartera de negociación	13.197,82	10.933,43	2.264,39
Cartera a vencimiento	13.168,27	8.926,10	4.242,18
Otros	5,69	8,01	-2,32
TOTAL	**26.861,69**	**20.018,55**	**6.843,14**

A 31 de diciembre de 2014, el 96,14 % de estos activos estaba denominado en dólares USA, y el 3,84 %, 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 € = 1,2141 $ USA y 1 € = 145,23 yenes).

El aumento del saldo de este epígrafe (6.843,14 millones de euros) se debió al efecto neto de las causas que se mencionan en el cuadro siguiente:

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

Causas de la variación	Importe
Por variación de la inversión neta	3.833,60
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	3.086,35
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	29,29
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	-106,31
Otras causas	0,21
TOTAL	**6.843,14**

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 2014 se mantenían depósitos a plazo en dólares USA en instituciones financieras por un contravalor de 2.800,43 millones de euros (3.400 millones de dólares USA).

El aumento del saldo de esta rubrica en 625,10 millones de euros respecto del año anterior se debe al aumento de los depósitos a plazo en dólares USA (290,04 millones de euros), así como a la variación del tipo de cambio del dólar USA respecto del euro, que ha supuesto un incremento de su contravalor en euros de 335,05 millones.

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	2014	2013	Variación
Depósitos	0,09	0,11	-0,03
Valores	306,81	402,17	-95,36
Cartera de negociación	—	—	—
Cartera a vencimiento	306,81	402,17	-95,36
TOTAL	**306,89**	**402,28**	**-95,39**

Del importe de este epígrafe (306,89 millones de euros), la mayor parte corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento (306,81 millones), que experimentaron una disminución de 95,36 millones respecto a su saldo a 31 de diciembre de 2013. Esta cartera está formada por valores en euros emitidos por el Banco Europeo de Inversiones. La cartera de negociación, al igual que en 2013, 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 630.341 millones, de los cuales 143.888,80 millones figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de 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 26, «Provisiones»). Las pérdidas solamente pueden materializarse cuando falla la entidad de contrapartida y los fondos recibidos de la resolución de la

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 centrales[14].

Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2014	2013	Variación
Operaciones principales de financiación	21.579,00	17.106,70	4.472,30
Operaciones de financiación a más largo plazo	122.307,44	178.063,59	-55.756,15
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2,36	0,12	2,24
TOTAL	**143.888,80**	**195.170,41**	**-51.281,61**

Durante 2014, continuando la tendencia iniciada en ejercicios anteriores, han disminuido los importes solicitados en las operaciones de financiación del Eurosistema, en línea con la normalización de otras fuentes de financiación de las entidades de crédito. Esto se ha reflejado en la amortización anticipada de una parte significativa de los créditos a tres años concedidos en 2011 y 2012.

Como consecuencia de ello, el saldo conjunto de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2014 es menor en un 26,3 % al de 2013. Por otra parte, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año disminuyó en un 34,2 % (169.963,33 millones en 2014, frente a 258.300,27 millones en 2013).

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 14,5 % de la financiación media anual se otorgó a través de ellas. En 2014, todas se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2014 era de 21.579,00 millones de euros (17.106,70 millones a 31 de diciembre de 2013), siendo su saldo medio diario durante el ejercicio de 24.621,03 millones (22.713,90 millones en 2013).

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 2014 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. Durante el año 2014 también se han realizado dos operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico, con vencimiento en 2018, para reforzar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política

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 254.045,05 millones a final de 2014. De ellos, 1.504,91 millones corresponden a colateral excluido del riesgo compartido.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

monetaria mediante el apoyo al crédito a la economía real. El tipo de interés aplicado en 2014 a las operaciones de objetivo específico ha sido el de las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos.

El saldo que presentaban estas operaciones a fin de 2014 ascendía a 122.307,44 millones de euros (85,0 % del total) y, en su mayor parte, proviene de las operaciones de financiación a tres años realizadas en 2011 y 2012, así como de las nuevas operaciones con objetivo específico, concedidas por un plazo de hasta cuatro años. En relación con el año anterior, su saldo ha disminuido en 55.756,15 millones de euros. También su saldo medio ha disminuido (ha pasado de 235.585,93 millones en 2013 a 145.331,99 millones en 2014), representando el 85,5 % de la financiación media anual de las operaciones de política monetaria. La mayor parte de la disminución del saldo de este epígrafe se debe a que las entidades se han acogido a la opción de reembolso anticipado que ofrecen las operaciones 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 2014 no tuvo lugar ninguna operación temporal de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema. A fin de año, su saldo es igual a 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 2014, su saldo era cero, habiéndose realizado en este ejercicio un número muy reducido de estas operaciones.

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 ajustado 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 nota 16 del balance) y, si el valor de mercado ajustado 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 el caso de que la financiación se haya obtenido a través de operaciones *repo).*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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, desde diciembre de 2013, al tipo de la facilidad de depósito.

A 31 de diciembre de 2014 presentaba un saldo de 2,36 millones de euros, con un incremento de 2,24 millones en relación con el año anterior. Su saldo medio también ha aumentado, pasando de 0,44 millones en 2013 a 5,94 millones en 2014.

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 garantizados[15] y con el Programa para los Mercados de Valores[16]. Estos valores se registran a coste amortizado (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 2014 es de 26.497,76 millones. Su detalle puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Valores mantenidos con fines de política monetaria	2014		2013		Variación	
	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado	Coste amortizado	Valor de mercado
Programa de Adquisición de Bonos Garantizados	3.337,29	3.597,22	5.508,79	5.708,44	-2.171,50	-2.111,22
Segundo Programa de Adquisición de Bonos Garantizados	1.602,66	1.745,25	2.326,50	2.495,13	-723,84	-749,87
Tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados	3.663,90	3.687,42	—	—	3.663,90	3.687,42
Programa para los Mercados de Valores	17.893,91	20.521,11	21.750,78	23.359,67	-3.856,87	-2.838,56
TOTAL	**26.497,76**	**29.551,01**	**29.586,07**	**31.563,24**	**-3.088,32**	**-2.012,22**

En mayo de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó el primer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados denominados en euros y emitidos por residentes en la zona del euro. Su objetivo era el de mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito y las empresas, así como alentar a las entidades a incrementar los préstamos a sus clientes, a través del apoyo a un segmento importante para la financiación de los bancos que había sido particularmente afectado por la crisis financiera. Las compras realizadas en el marco de este programa se completaron en junio de 2010. La disminución del saldo de esta cartera durante 2014 se debe a la amortización de valores que ha tenido lugar a lo largo del ejercicio.

15 Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009, sobre puesta en marcha del Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (BCE/2009/16); 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), y Decisión del Banco Central Europeo de 15 de octubre de 2014, sobre puesta en marcha del tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (BCE/2014/40).

16 Decisión del Banco Central Europeo de 14 de mayo de 2010, que establece el Programa para los Mercados de Valores (BCE/2010/5).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE anunció un segundo Programa de Adquisición de Bonos Garantizados. Con 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 profundizar en la consecución de los objetivos marcados en el primer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados. Las compras se completaron a finales de octubre de 2012, y el programa finalizó en ese momento. La disminución de este epígrafe en el año 2014 se debe a la amortización de valores que ha tenido lugar durante el año.

El 4 de septiembre de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE acordó comenzar el tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados, con el objetivo de mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y respaldar la provisión de crédito a la economía. Los detalles operativos del programa, que durará al menos dos años, se anunciaron el 2 de octubre de 2014. Las adquisiciones de bonos garantizados denominados en euros y emitidos por residentes en la zona del euro estarán distribuidas en toda la zona y serán realizadas progresivamente, mediante compras directas, por el BCE y los bancos centrales del Eurosistema. Estas compras se iniciaron en la segunda quincena de octubre.

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 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. La disminución neta de este epígrafe en el año 2014 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 de los cuatro programas mencionados.

Como resultado del test de deterioro realizado a los valores adquiridos bajo el Programa para los Mercados de Valores a 31 de diciembre de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que no había evidencia de cambios en los flujos de caja futuros estimados. Por tanto, no se han registrado pérdidas por deterioro en ninguno de los valores adquiridos bajo dicho programa.

En relación con el test de deterioro realizado a los valores adquiridos bajo los programas de adquisición de bonos garantizados, se ha considerado que, aunque uno de los emisores ha estado sujeto a reestructuración durante el año 2014, ello no ha afectado a los flujos de caja esperados y, por tanto, no se han registrado pérdidas por deterioro.

De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, los riesgos que puedan materializarse en los valores incluidos en el Programa para los Mercados de Valores y en el tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados serán compartidos por todos los bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según sus claves vigentes. El importe total de los valores adquiridos en el conjunto de los BCN del Eurosistema, dentro del Programa para los Mercados de Valores y del tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados, asciende, respectivamente, a 134.162 millones de euros y 27.333 millones de euros, de los cuales 17.893,91 millones figuran en el balance del Banco de España adquiridos bajo el Programa para los Mercados de Valores, y 3.663,90 millones, adquiridos bajo el tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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	2014	2013	Variación
Cartera de negociación	31.748,39	29.831,44	1.916,95
Cartera a vencimiento	29.992,16	28.794,34	1.197,83
TOTAL	**61.740,55**	**58.625,78**	**3.114,77**

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2014 es de 61.740,55 millones de euros, de los que el 51,4 % corresponde a valores de la cartera de negociación y el 48,6 % a valores de la cartera a vencimiento. El análisis del deterioro de esta última cartera concluye que no existe evidencia de deterioro a fin de ejercicio.

El conjunto de estos valores experimentó un incremento de 3.114,77 millones de euros en 2014, de los que 1.916,95 millones corresponden a la cartera de negociación y 1.197,83 millones a la cartera a vencimiento.

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	836,20	1.357,46	2.193,67
Plusvalías latentes a fin de año (a)	1.112,56	—	1.112,56
Minusvalías a fin de año (a)	—	—	—
Intereses implícitos devengados	-31,82	-159,64	-191,46
TOTAL	**1.916,95**	**1.197,83**	**3.114,77**

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 concesión, 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 de aquellos. Los créditos amortizados

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 constituyó una provisión para la cobertura de posibles pérdidas por amortización anticipada de estos créditos (véase nota 26 del balance).

A tenor de dicho acuerdo, en 2014 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 2014 de los créditos otorgados al Estado asciende a 971,68 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	195,25	390,50	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	694,80	1.389,59	-694,80
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	81,63	163,27	-81,63
TOTAL	**971,68**	**1.943,37**	**-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	2014	2013	Variación
Participación en el capital del BCE	1.312,52	1.077,72	234,80
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	5.123,39	4.782,87	340,52
Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema	70.250,16	47.244,47	23.005,69
TOTAL	**76.686,08**	**53.105,07**	**23.581,01**

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. En este sentido, el tercer cambio quinquenal de claves tuvo lugar el 1 de enero de 2014. Hay que señalar que en la misma fecha tuvo lugar también la incorporación de un nuevo miembro al Eurosistema, el Banco Central de Letonia. Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003, sobre datos estadísticos que se han de usar para determinar la clave de suscripción del capital del Banco Central Europeo, las claves de capital de los BCN se ajustaron en la fecha mencionada. Dichas claves se muestran en el siguiente cuadro:

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

	Clave para la suscripción de capital del BCE (%)	
	Hasta el 31 de diciembre de 2013	A partir del 1 de enero de 2014
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4176	2,4778
Deutsche Bundesbank	18,7603	17,9973
Eesti Pank	0,1780	0,1928
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	1,1111	1,1607
Bank of Greece	1,9483	2,0332
Banco de España	8,2533	8,8409
Banque de France	14,1342	14,1792
Banca d'Italia	12,4570	12,3108
Central Bank of Cyprus	0,1333	0,1513
Banque centrale du Luxembourg	0,1739	0,2030
Central Bank of Malta	0,0635	0,0648
De Nederlandsche Bank	3,9663	4,0035
Oesterreichische Nationalbank	1,9370	1,9631
Banco de Portugal	1,7636	1,7434
Banka Slovenije	0,3270	0,3455
Národná banka Slovenska	0,6881	0,7725
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2456	1,2564
Latvijas Banka	—	0,2821
Subtotal del grupo de BCN pertenecientes a la zona del euro	**69,5581**	**69,9783**
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8644	0,8590
Česká národní banka	1,4539	1,6075
Danmarks Nationalbank	1,4754	1,4873
Latvijas Banka	0,2742	—
Lietuvos bankas	0,4093	0,4132
Magyar Nemzeti Bank	1,3740	1,3798
Narodowy Bank Polski	4,8581	5,1230
Banca Națională a României	2,4449	2,6024
Sveriges Riksbank	2,2612	2,2729
Bank of England	14,4320	13,6743
Hrvatska narodna banka	0,5945	0,6023
Subtotal del grupo de BCN no pertenecientes a la zona del euro	**30,4419**	**30,0217**
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.

El 1 de enero de 2014 la clave de participación del Banco de España en el capital suscrito del BCE (10.825 millones de euros) aumentó del 8,2533 % hasta el 8,8409 %, incrementándose la participación en el capital del BCE de 893,42 millones a 957,03 millones.

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 2014 asciende a 355,49 millones de euros, con un incremento en el ejercicio de 171,19 millones como consecuencia del mencionado aumento de la clave de capital el 1 de enero de 2014.

b Activo contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representa 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 remunera al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema,

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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.

El cambio en las claves de participación en el BCE que tuvo lugar el 1 de enero de 2014 hizo necesario ajustar los activos con los que el BCE acredita a los BCN por sus aportaciones de activos exteriores de reserva. Para reflejar el aumento experimentado por la clave de capital del Banco de España, se realizó una aportación adicional de 340,52 millones de euros, alcanzando en 2014 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 70.250,16 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 2013 (23.005,69 millones) se explica por dos factores: por un lado, la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2014 (–16,2 %; 9.231 millones), en contraposición al incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (6,3 %; 60.352 millones); por otro lado, el aumento de la clave de participación en el BCE que tuvo lugar el 1 de enero de 2014.

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 21 del balance).

10 OTROS ACTIVOS. INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 272,37 millones de euros, de los que 704,30 millones correspondían a su coste y 431,93 millones a la amortización acumulada de aquel.

El detalle de los componentes de este epígrafe, con sus amortizaciones, figura en los cuadros siguientes:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Inmovilizado material	528,87	521,19	7,68
Terrenos y solares	5,35	5,35	—
Edificios, construcciones y obras de remodelación	111,92	111,51	0,41
Instalaciones	196,55	191,28	5,27
Mobiliario y enseres	39,37	38,78	0,60
Máquinas de oficina no informáticas	55,53	54,77	0,76
Equipos para procesos de información	62,09	61,48	0,60
Elementos de transporte	8,11	8,12	—
Fondo bibliográfico	4,76	5,02	-0,26
Otro inmovilizado material	5,14	5,11	0,03
Patrimonio histórico-artístico	40,04	39,78	0,26
Inmovilizado inmaterial	95,25	89,10	6,16
Aplicaciones informáticas	95,20	89,04	6,16
Propiedad industrial	0,06	0,06	—
Inmovilizado en curso	80,18	53,76	26,42
Edificios, instalaciones y otras construcciones	8,78	8,15	0,63
Aplicaciones informáticas del Banco de España	25,22	18,60	6,62
Aplicaciones informáticas del Eurosistema	45,37	25,90	19,46
Otro inmovilizado en curso	0,81	1,10	-0,29
TOTAL	**704,30**	**664,05**	**40,25**

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

Amortización acumulada	2014	2013	Variación
Inmovilizado material	-355,27	-338,00	-17,27
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-44,06	-41,50	-2,56
Instalaciones	-160,34	-151,44	-8,90
Mobiliario y enseres	-33,05	-31,43	-1,62
Máquinas de oficina no informáticas	-46,70	-45,42	-1,28
Equipos para procesos de información	-55,43	-52,96	-2,48
Elementos de transporte	-7,95	-7,67	-0,28
Fondo bibliográfico	-3,01	-3,06	0,05
Otro inmovilizado material	-4,73	-4,52	-0,20
Inmovilizado inmaterial	-76,66	-68,08	-8,58
Aplicaciones informáticas	-76,61	-68,02	-8,58
Propiedad industrial	-0,06	-0,06	—
TOTAL	**-431,93**	**-406,07**	**-25,85**

El incremento del inmovilizado durante el año 2014 se ha debido, fundamentalmente, al aumento de las inversiones en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas y proyectos, tanto para el Eurosistema como propios, y a la adquisición y actualización de licencias de *software.* También se ha debido a la remodelación del archivo general y de los espacios anexos, así como a la remodelación de las instalaciones de la sucursal de Barcelona. En conjunto, el inmovilizado, neto de amortizaciones, ha aumentado en relación con el ejercicio anterior en 14,39 millones.

11 OTROS ACTIVOS. OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 25,25 millones que corresponden, fundamentalmente, a la participación del Banco de España en el Banco de Pagos Internacionales.

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 60,06 millones de euros, es el valor neto de las operaciones *swaps* y a plazo vivas a esa fecha, que se muestran a continuación:

	2014					2013
Operación	Posición	Clase de moneda	Importe en divisas (millones)	Cambio de mercado	Contravalor en millones de euros	Contravalor en millones de euros
Swap	Deudora	USD	1.324,20	1,2141	1.090,69	2.072,97
	Acreedora	JPY	149.678,54	145,2300	1.030,63	1.968,93
Plazo	Deudora	EUR	45,09	1,0000	45,09	—
		USD	55,01	1,2141	45,31	0,42
	Acreedora	EUR	45,09	1,0000	45,09	—
		USD	55,00	1,2141	45,30	—
		JPY	1,46	145,2300	0,01	0,39
POSICIÓN NETA					**60,06**	**104,07**

A fin de ejercicio, se encuentran pendientes de vencimiento operaciones *swaps* de dólares contra yenes. En cuanto a las operaciones a plazo, están pendientes de ejecución operaciones de venta a plazo de yenes contra dólares USA, de euros contra dólares USA y de dólares USA contra euros.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Las operaciones de *swaps* de dólares contra yenes tienen por objeto cubrir el riesgo de tipo de cambio del yen frente al dólar USA en las inversiones realizadas en valores en yenes.

13 OTROS ACTIVOS. CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 3.190,68 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Intereses devengados en la adquisición de valores e intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores	2.025,50	2.069,67	-44,17
Cartera de negociación	752,64	763,85	-11,21
Denominados en moneda extranjera	39,71	34,17	5,54
Denominados en euros	712,93	729,68	-16,75
Cartera a vencimiento	742,41	700,80	41,61
Denominados en moneda extranjera	80,74	54,46	26,28
Denominados en euros	661,67	646,33	15,34
Cartera de política monetaria	530,45	605,02	-74,57
Otros intereses a cobrar no vencidos	1.160,12	2.418,18	-1.258,06
De operaciones de política monetaria	1.140,23	2.347,68	-1.207,44
De cuentas intra-Eurosistema por ajustes de billetes	8,70	41,84	-33,14
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	7,20	22,81	-15,61
De depósitos en moneda extranjera	2,18	3,57	-1,39
De la posición en el FMI	0,79	1,28	-0,49
De operaciones *swaps*	0,72	0,96	-0,24
Otros	0,29	0,04	0,25
Comisiones a cobrar no vencidas y gastos anticipados	5,06	5,04	0,02
TOTAL	**3.190,68**	**4.492,89**	**-1.302,21**

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 de 1.207,44 millones de euros. Ello se ha 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 ofrecían las operaciones 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 (712,93 millones), a vencimiento (661,67 millones) y política monetaria (530,45 millones). En conjunto, estos intereses han experimentado una disminución con relación al año anterior de 44,17 millones. También han disminuido los intereses a cobrar procedentes del activo 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, y los intereses a cobrar de depósitos en moneda extranjera y de las operaciones *swaps*.

14 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.639,70 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 1 de diciembre de 2014, de 1.413,15 millones de euros, equivalente al 70 % de los beneficios acumulados

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2014, corregidos según la evolución previsible de los resultados hasta final de ejercicio (véase nota 15 de la cuenta de resultados), lo que supone un aumento de 27,59 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 179,70 millones, con un aumento de 2,14 millones de euros con respecto a 2013.

15 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (118.152,21 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» 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 10,9160 % del total de los emitidos por todos los bancos centrales, a fin de 2013, al 11,6230 % a 31 de diciembre de 2014. Esta clave se obtiene de deducir, de la clave de participación en el Eurosistema, el 8 % del total correspondiente al BCE. El incremento es consecuencia de los cambios en la clave de participación en el capital del BCE derivados de la revisión quinquenal y de la entrada de Letonia en la zona del euro el día 1 de enero de 2014[17].

El saldo de esta rúbrica ha experimentado un incremento de 13.775,06 millones de euros respecto al año anterior, por el mayor volumen de billetes en euros en circulación en el Eurosistema, así como por el mencionado aumento de la clave de asignación de billetes. 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 registra 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 2014 figura en el siguiente cuadro:

Serie	Número de billetes (en miles)	Millones de euros
De 500 euros	73.263	36.631,31
De 200 euros	11.032	2.206,31
De 100 euros	2.906	290,63
De 50 euros	880.485	44.024,27
De 20 euros	-1.268.933	-25.378,66
De 10 euros	-938.603	-9.386,03
De 5 euros	-97.159	-485,80
Billetes puestos en circulación por el Banco de España		47.902,05
Ajuste según la clave de asignación de billetes		70.250,16
Billetes en circulación		118.152,21

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 17.851,46 millones de euros al cierre del ejercicio 2014, habiendo experimentado una disminución respecto al ejercicio anterior de 12.932,03 millones. Esta reducción se ha debido fundamentalmente a la significativa disminución registrada en la facilidad de depósito, así como en el 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:

17 Debido a la incorporación de Lituania al Eurosistema, el 1 de enero de 2015 la clave de asignación de billetes ha variado, pasando del 11,6230 % al 11,5550 %.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

Tipo de pasivo	2014	2013	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	12.631,44	15.949,79	-3.318,35
Facilidad de depósito	5.220,00	14.833,00	-9.613,00
Depósitos a plazo	—	—	—
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0,02	0,70	-0,68
TOTAL	**17.851,46**	**30.783,49**	**-12.932,03**

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 una disminución de 3.318,35 millones (20,8 %). En cuanto a su saldo medio, igualmente ha disminuido durante el ejercicio, pasando de 13.446,87 millones en 2013 a 11.886,42 millones en 2014 (11,6 %). Los saldos mantenidos en cumplimiento de las reservas mínimas obligatorias se remuneran a la media del tipo marginal de las operaciones principales de financiación durante el período. Respecto a la remuneración del exceso de los saldos mantenidos que sobrepasen los requerimientos mínimos exigidos, la Decisión BCE/2014/23, sobre remuneración de depósitos, saldos y tenencias de excesos de reservas, establece que su remuneración será la menor entre el 0 % y la establecida para la facilidad de depósito[18].

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 reducción, pasando de 14.883,00 millones en 2013 a 5.220,00 millones en 2014. Con respecto a su saldo medio, se observa igualmente una disminución importante (1.190,72 millones en 2014, frente a 9.446,23 millones en el ejercicio anterior), debido a que, por decisión del Consejo de Gobierno del BCE, desde el 11 de junio de 2014 el tipo al que se remuneran estos depósitos es negativo.

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, su saldo a 31 de diciembre de 2014 es nulo. Se trata de operaciones de ajuste (drenaje de liquidez) instrumentadas mediante depósitos. A lo largo del primer semestre de 2014, en el Eurosistema se efectuaron diversas operaciones de este tipo, no habiendo participado las entidades españolas en ninguna de ellas.

Los restantes epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen las operaciones temporales de ajuste, cuyo objetivo es el drenaje de liquidez, y los depósitos relacionados con los márgenes de garantía. A 31 de diciembre de 2014, el primero de ellos no presentaba saldo, y las entidades mantenían depósitos relativos a los ajustes de los márgenes de garantía (véase nota 6 del balance) por un importe de 0,02 millones de euros.

17 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 54,61 millones de euros, con el siguiente detalle:

18 El Consejo de Gobierno del BCE acordó la aplicación, a partir del 11 de junio de 2014, de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Administración Central (Estado)	15,10	410,92	-395,82
Tesoro Público, cuenta corriente	9,59	100,12	-90,53
Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares	5,51	310,80	-305,29
Administraciones Territoriales	12,95	555,44	-542,50
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	12,13	554,76	-542,63
Administración Local	0,81	0,68	0,13
Administraciones de la Seguridad Social	26,57	1.150,41	-1.123,84
Del Sistema de Seguridad Social	26,19	1.148,60	-1.122,40
Otras	0,38	1,81	-1,43
TOTAL	**54,61**	**2.116,77**	**-2.062,16**

La disminución de este epígrafe (2.062,16 millones de euros) se ha debido a los menores saldos mantenidos, en comparación con 2013, por la Administración Central (395,82 millones), por las Administraciones Territoriales (542,50 millones) y por las Administraciones de la Seguridad Social (1.123,84 millones). Con respecto a los saldos medios, igualmente ha tenido lugar una disminución del saldo medio mantenido por la Administración Central (445,60 millones en 2014, frente a 4.631,23 millones en el ejercicio anterior), por las Comunidades Autónomas (210,03 millones en 2014, frente a 534,94 millones en 2013) y por las Administraciones de la Seguridad Social (1.208,39 millones en 2014, frente a 2.820,82 millones en 2013). La disminución de estos saldos está relacionada con la aprobación de la mencionada Decisión BCE/2014/23, que modifica la remuneración aplicable a determinados depósitos mantenidos en el Banco de España. En concreto, en relación con los depósitos de las Administraciones Públicas, establece que el importe total de todos los depósitos de las Administraciones Públicas a un día y a plazo en un banco central, que exceda de determinados límites, se remunerará a un tipo de interés del 0 %, o al tipo de la facilidad de depósito, si es menor[19].

La mayor parte de los saldos mantenidos por la Administración Central son objeto de una cesión a las entidades de crédito, que se realiza por medio de una subasta por cuenta del Tesoro.

18 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, intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, 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 2014 era de 379,45 millones de euros, y su disminución en 1.668,17 millones de euros respecto al cierre de 2013 se debió, fundamentalmente, al cierre de las cuentas corrientes a nombre de los fondos de titulización derivado de la remuneración a tipos de interés negativos acordada por el Consejo de Gobierno del BCE, a aplicar a partir de junio de 2014.

19 El Consejo de Gobierno del BCE acordó la aplicación, a partir del 11 de junio de 2014, de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

19 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 519,68 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 374,70 millones, por el aumento en los depósitos de los bancos centrales a los que se les prestan servicios de gestión de reservas compensado en parte por la disminución de los depósitos de organismos internacionales y autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema.

20 CONTRAPARTIDA DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 3.371,58 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 un aumento de 209,52 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación del tipo de cambio.

21 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31 de diciembre de 2014 presenta un saldo de 189.717,85 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 al balance).

b Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo a 31 de diciembre de 2014, de 189.717,85 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 las 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 (SMP), tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP3) y Programa de Adquisición de Bonos de Titulización (ABSPP).

El detalle del saldo de este epígrafe es el siguiente:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Posición Banco de España frente al BCE por las transferencias emitidas y las recibidas a través de TARGET2 y corresponsalía	189.865,41	213.684,62	-23.819,21
Posición con el BCE por la aportación y asignación de ingresos monetarios	-41,35	-139,97	98,62
Dividendo a cobrar por participación en el señoreaje del BCE y de los ingresos obtenidos SMP, CBPP3 y ABSPP	-106,21	-162,52	56,30
TOTAL	**189.717,85**	**213.382,14**	**-23.664,29**

Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET2 es acreedor, y asciende a 189.865,44 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor de 0,03 millones. La remuneración de esta posición se calcula en base diaria, aplicando el tipo de interés

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Su saldo medio durante el ejercicio ha disminuido considerablemente, pasando de 283.518,09 millones en 2013 a 212.381,75 millones en 2014. Esta reducción está relacionada, principalmente, con la disminución 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 41,35 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 la práctica totalidad de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes en euros[20] y los obtenidos de los valores adquiridos conforme a los programas SMP, CBPP3 y ABSPP. El importe correspondiente al Banco de España se ha registrado como un ingreso en 2014, habiéndose cobrado el 30 de enero de 2015. Su saldo deudor a fin de 2014 es de 106,21 millones (véase «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones» en la nota 7 de la cuenta de resultados).

22 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que, a 31 de diciembre de 2014, 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 22,23 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2014, 13,44 millones corresponden a transferencias ordenadas por clientes del Banco de España pendientes de abono a las entidades destinatarias, y 3,49 millones, a transferencias recibidas de la plataforma TARGET2 pendientes de tramitación.

23 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).

24 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 2014, su saldo asciende a 9,93 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 (8,21 millones de euros, con una disminución de 43,21 millones respecto al ejercicio anterior, debido a la disminución tanto del saldo de dichas cuentas como del tipo de interés aplicable).

25 OTROS PASIVOS. DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31 de diciembre de 2014, su saldo era de 119,54 millones (0,72 millones menos que en 2013), siendo las partidas más relevantes de este epígrafe las correspondientes a efectivo inmovilizado por normativa comunitaria procedente de amortización e intereses de deuda pública anotada (28,00 millones) y a acreedores por gastos de funcionamiento devengados (35,20 millones).

20 Decisión del Banco Central Europeo de 15 de diciembre de 2014 (BCE/2014/57), sobre distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

26 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:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Para la cobertura de riesgos financieros	9.903,97	8.713,12	1.190,85
Para la cobertura del riesgo operacional patrimonial	84,55	40,75	43,80
Para el canje de billetes en pesetas retirados	50,05	59,86	-9,81
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	7,63	99,17	-91,54
Por aplicación del Convenio 2011-2014	7,73	7,28	0,45
Para socorro por fallecimiento y jubilación	62,27	61,35	0,92
Para pagos a prejubilados y jubilados	26,07	27,05	-0,97
Para riesgos y gastos diversos	42,35	5,10	37,25
TOTAL	**10.184,62**	**9.013,67**	**1.170,95**

Provisión para la cobertura de riesgos financieros

Es la cuenta de provisiones más relevante. Engloba las provisiones para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés y la provisión para la cobertura del riesgo de crédito.

El saldo de esta provisión a 31 de diciembre de 2014 asciende a 9.903,97 millones de euros, 1.190,85 millones más que en 2013. Del saldo a 31 de diciembre de 2013 (8.713,12 millones), 0,02 millones se han aplicado para la cobertura de minusvalías por tipo de cambio, y 4,74 millones, para la cobertura de minusvalías por tipo de interés (no se ha materializado ningún riesgo de crédito), dotándose 1.195,61 millones para cubrir el riesgo estimado a 31 de diciembre de 2014 (véase nota 5 de la cuenta de resultados).

El saldo de esta provisión se revisa anualmente, 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 (VaR). En este sentido, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 30 de enero de 2015, ha revisado la metodología de cálculo de la provisión, resultando como consecuencia de ello un incremento del nivel de cobertura de los riesgos existentes.

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, estableciéndose una provisión por el 10 % del riesgo operacional patrimonial. Este riesgo se cuantifica con base en el VaR a un año con un nivel de confianza del 99,9 %. El 30 de enero de 2015, la Comisión Ejecutiva acordó incrementar el porcentaje de cobertura del riesgo operacional patrimonial al 20 %.

A finales de 2014 esta provisión se ha aplicado para cubrir los eventos de riesgo operacional ocurridos en el ejercicio (véase nota 14 de la cuenta de resultados) por un importe de 0,03 millones, y se ha dotado por un importe de 43,83 millones, alcanzando un saldo de 84,55 millones de euros.

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 retirados[21]. Se dotó inicialmente en 2005 con objeto de atender al canje de los billetes

21 Dentro del apartado provisiones para el canje de billetes en pesetas retirados, además de esta hay constituida otra provisión por importe de 0,76 millones de euros.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 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. En el año 2013 se efectuó una dotación adicional de 50,19 millones de euros (previsión hasta el año 2020, fecha prevista de finalización del período de canje), con cargo, asimismo, a las reservas del Banco de España.

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 2014, su saldo ascendía a 7,63 millones de euros, con una disminución de 91,54 millones respecto al ejercicio anterior (25,57 millones de euros aplicados en la amortización de las cuotas del ejercicio y 65,96 millones por el ajuste de los créditos a su valor de mercado).

Otras provisiones

En este ejercicio ha tenido lugar un incremento de 37,25 millones en la provisión para riesgos y gastos diversos, como consecuencia de las demandas judiciales en curso (véase nota 14 de la cuenta de resultados).

El resto de las provisiones (para socorros por fallecimiento y jubilación de empleados, para pago a prejubilados y jubilados, por aplicación del Convenio Colectivo 2011-2014) han experimentado en este ejercicio variaciones poco significativas.

27 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	2014	2013	Variación
Oro	8.092,58	7.037,38	1.055,21
Divisas	3.276,70	0,02	3.276,68
Valores (cartera de negociación)	3.148,58	2.001,13	1.147,45
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	46,80	11,92	34,88
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	3.101,77	1.989,21	1.112,56
TOTAL	**14.517,86**	**9.038,52**	**5.479,34**

Las cuentas de revalorización presentan un saldo a fin de 2014 de 14.517,86 millones de euros, con un aumento de 5.479,34 millones respecto a 2013. La variación más importante ha tenido lugar en las cuentas de revalorización por tipo de cambio de las divisas que han aumentado en 3.276,68 millones, debido fundamentalmente a la apreciación

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

del tipo de cambio del dólar USA y del DEG frente al euro (3.150,25 millones y 126,40 millones, respectivamente).

En relación con el oro se ha producido un incremento en las plusvalías no realizadas de 1.055,21 millones, como consecuencia del aumento de su precio de mercado (ha pasado de 871,22 euros por onza a fin de 2013 a 987,77 euros por onza a fin de 2014).

En relación con 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 1.112,56 millones, como consecuencia de la evolución a la baja de los tipos de interés.

28 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2014, 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.

29 RESERVAS

A 31 de diciembre de 2014, las reservas del Banco de España ascienden a 899,81 millones de euros, sin variación 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.

30 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2014 ha ascendido a 2.519,22 millones de euros, inferior en un 20,0 % al de 2013. Del citado importe, 1.413,15 millones fueron ingresados en el Tesoro el 1 de diciembre de 2014, 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 2013:

a) El día 3 de marzo de 2014, 1.447,26 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en diciembre de 2013, el 90 % de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 3.147,58 millones de euros.

b) El día 15 de septiembre de 2014, una vez aprobados por el Consejo de Ministros el balance y la cuenta de resultados del año 2013, 314,76 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2014 y las causas de su variación frente a los de 2013 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

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros y porcentaje

	Ingresos por intereses			Inversión media		Rentabilidad media	
	2014	2013	Variación	2014	2013	2014	2013
Moneda extranjera	242,92	242,12	0,80	28.467	28.269	0,8	0,8
Valores	217,89	205,21	12,68	20.740	20.495	1,0	1,0
Depósitos y otros activos	18,32	25,34	-7,02	7.727	7.774	0,2	0,3
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez, *swap,* a plazo y otras	6,71	11,57	-4,87				
Euros	4.152,25	6.146,36	-1.994,10	319.759	393.341	1,3	1,5
Valores	3.745,87	4.409,83	-663,97	83.442	91.085	4,4	4,8
Cartera de negociación	1.364,34	1.728,85	-364,50	27.770	32.809	4,8	5,2
Cartera a vencimiento	956,03	977,24	-21,21	29.768	27.196	3,2	3,5
SMP	1.127,77	1.347,00	-219,22	19.146	22.996	5,8	5,8
CBPP, CBPP2 y CBPP3	297,72	356,74	-59,02	6.759	8.083	4,3	4,4
Operaciones de política monetaria	300,90	1.494,88	-1.193,98	169.963	258.300	0,2	0,6
Operaciones principales de financiación	38,21	133,30	-95,09	24.621	22.714	0,2	0,6
Operaciones de financiación a más largo plazo	262,66	1.361,58	-1.098,92	145.332	235.586	0,2	0,6
Facilidad marginal de crédito	0,03	—	0,03	4	—	0,7	—
Variación en el valor de las garantías	-0,01	—	-0,01	6	—	-0,1	0,5
Cuentas intra-Eurosistema	104,47	236,86	-132,39	66.353	43.956	0,2	0,5
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	7,20	22,81	-15,61	5.123	4.783	0,1	0,5
Activos relacionados con la asignación de billetes	97,24	213,78	-116,54	61.218	39.136	0,2	0,5
Saldo neto deudor de otras cuentas intra-Eurosistema	0,03	0,27	-0,24	12	37	0,2	0,7
Otros activos	1,02	4,78	-3,76				
TOTAL	**4.395,18**	**6.388,48**	**-1.993,30**	**348.226**	**421.610**	**1,2**	**1,5**

Los ingresos por intereses en 2014 han ascendido a 4.395,18 millones, de los cuales 4.152,25 millones proceden de ingresos por intereses en euros, fundamentalmente, de las carteras de valores en euros (3.745,87 millones) y de las operaciones de política monetaria (300,90 millones), destacando la rentabilidad media obtenida en las carteras de valores (4,4 %), frente a la obtenida en operaciones de política monetaria (0,2 %).

Estos ingresos han experimentado una disminución de 1.993,30 millones en el ejercicio 2014 respecto a 2013, correspondiendo en su totalidad al descenso de los intereses de las inversiones en euros (1.994,10 millones).

Las causas principales que explican la disminución de los ingresos en euros en 1.994,10 millones son el menor saldo medio remunerado (ha pasado de 393.341 millones en 2013 a 319.759 millones en 2014) y el descenso de la rentabilidad media (del 1,5 % en 2013 al 1,3 % en 2014).

En concreto, si se analiza la inversión media realizada, destaca el importante descenso registrado en las operaciones de política monetaria (258.300 millones en 2013, frente a 169.963 millones en 2014), derivado de la menor financiación solicitada por las entidades financieras españolas al BCE (véase nota 6 del balance). También ha disminuido, en menor medida, la inversión en valores, que ha pasado de 91.085 millones en 2013 a 83.442 millones en 2014. Por otra parte, los activos relacionados con la asignación de billetes han aumentado, pasando su saldo medio de 39.136 millones en 2013 a 61.218

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

millones en 2014, como consecuencia de la evolución de los billetes puestos en circulación (disminución del 16,2 % en España, frente a un aumento del 6,3 % en el conjunto del Eurosistema).

En cuanto a la rentabilidad media, ha descendido tanto la de la cartera de valores (del 4,8 % en 2013 al 4,4 % en 2014) como la de las operaciones de política monetaria (del 0,6 % en 2013 al 0,2 % en 2014) y de las cuentas intra-Eurosistema (del 0,5 % al 0,2 %).

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	
	2014	2013	Variación	2014	2013	2014	2013
Moneda extranjera	2,75	6,81	-4,06				
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez y otros pasivos	2,75	6,81	-4,06				
Euros	383,59	1.714,81	-1.331,23	226.925	313.023	0,2	0,5
Operaciones de política monetaria	16,13	60,64	-44,51	13.083	22.908	0,1	0,3
Remuneración de las reservas mínimas	16,20	60,56	-44,36	11.886	13.447	0,1	0,4
Facilidad de depósito	-0,07	—	-0,07	1.191	9.446	—	—
Depósitos a plazo fijo	—	—	—	—	5	—	0,1
Variación en el valor de las garantías	-0,01	0,07	-0,08	6	11	-0,1	0,7
Depósitos de las Administraciones Públicas	0,61	17,71	-17,10	1.460	6.597	—	0,3
Saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema	363,65	1.625,49	-1.261,84	212.382	283.518	0,2	0,6
Otros pasivos en euros	3,21	10,98	-7,78				
TOTAL	**386,33**	**1.721,62**	**-1.335,29**	**226.925**	**313.023**	**0,2**	**0,5**

Los gastos por intereses en euros (383,59 millones) proceden, principalmente, de la remuneración de las cuentas intra-Eurosistema por TARGET2 en el pasivo (363,65 millones) y, en mucha menor medida, de la remuneración de las operaciones de política monetaria (16,13 millones).

En conjunto, los gastos por intereses han disminuido en 1.335,29 millones de euros en 2014, como consecuencia principalmente de los menores gastos de los pasivos denominados en euros (1.331,23 millones).

La disminución registrada en los gastos en euros (1.331,23 millones) ha sido consecuencia, fundamentalmente, del menor coste medio al que se han remunerado los pasivos, que han pasado del 0,5 % en 2013 al 0,2 % en 2014, y del menor saldo medio de los pasivos a remunerar (313.023 millones en 2013, frente a 226.925 millones en 2014). En concreto, el saldo neto acreedor de las cuentas intra-Eurosistema (TARGET2) ha pasado de 283.518 millones en 2013 a 212.382 millones en 2014.

En cuanto a los depósitos de las Administraciones Públicas, el gasto por intereses ha disminuido en 17,10 millones de euros, fundamentalmente por el descenso del saldo medio que se remunera (ha pasado de 6.597 millones de euros en 2013 a 1.460 millones en 2014) y del coste medio (0,27 % en 2013, frente al 0,04 % en 2014).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En este ejercicio se han contabilizado en esta rúbrica los gastos negativos (ingresos) derivados de la decisión del Consejo de Gobierno de remunerar a tipos de interés negativos determinados depósitos de las entidades de crédito y otras instituciones.

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2014 las ganancias netas por este concepto han ascendido a 23,72 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Moneda extranjera	23,72	-15,25	38,98
Venta de oro	—	—	—
Venta de divisas (por tipo de cambio)	30,90	10,66	20,25
Venta de valores (por precio)	29,37	-33,42	62,80
Otras ganancias/pérdidas	-36,56	7,51	-44,07
Euros	—	13,32	-13,32
Venta de valores	—	13,32	-13,32
TOTAL	**23,72**	**-1,94**	**25,66**

Con respecto al ejercicio anterior, el importe total registrado en 2014 ha aumentado en 25,66 millones, originado por las ganancias en venta de divisas, DEG y dólares USA, debido a la apreciación del dólar frente al euro, así como por los beneficios obtenidos en venta de valores en moneda extranjera denominados en dólares USA frente a las pérdidas del ejercicio anterior. Estas ganancias se han visto parcialmente compensadas por las pérdidas registradas en futuros de tipos de interés (incluidas en «Otras ganancias/pérdidas»).

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

	2014	2013	Variación
Moneda extranjera	4,76	285,34	-280,58
En divisas (por tipo de cambio)	0,02	241,40	-241,38
En valores (por precio)	4,74	43,94	-39,19
Euros	—	0,03	-0,03
En valores	—	0,03	-0,03
TOTAL	**4,76**	**285,36**	**-280,60**

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2014 han ascendido a 4,76 millones; la mayor parte de ellas corresponden a pérdidas no realizadas por precio en valores de renta fija denominados en moneda extranjera (4,74 millones), por la evolución del precio de mercado de estos valores.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN PARA LA COBERTURA DE RIESGOS FINANCIEROS

En el siguiente cuadro se muestra la composición de este epígrafe y las variaciones que han tenido lugar:

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Dotación neta de provisión para la cobertura de riesgos financieros	-1.190,85	-1.438,17	247,32
Dotación de provisión	-1.195,61	-1.723,53	527,92
Exceso/aplicación de provisión	4,76	285,36	-280,60
Dotación/exceso de provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	65,96	169,49	-103,52
TOTAL	**-1.124,89**	**-1.268,68**	**143,79**

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 4,76 millones de euros de la provisión para la cobertura de riesgos financieros para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2014 y, por otro lado, la dotación a esta de 1.195,61 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 30 de enero de 2015.

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 dichos activos, en 2014 esta presenta una variación negativa de 103,52 millones respecto a 2013, debido a que en este ejercicio se han recuperado 65,96 millones, frente a la recuperación de 169,49 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

	2014	2013	Variación
1 Ingresos por honorarios y comisiones	17,01	17,55	-0,55
Operaciones exteriores	—	—	—
Operaciones interiores	17,01	17,55	-0,55
2 Gastos por honorarios y comisiones	9,23	10,64	-1,42
Operaciones exteriores	2,58	2,78	-0,20
Operaciones interiores	6,65	7,86	-1,21
INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES (1 – 2)	**7,78**	**6,91**	**0,87**

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2014 (7,78 millones) han sido superiores a los registrados en 2013 en 0,87 millones. Esta variación está relacionada, básicamente, con los menores gastos por comisiones pagadas por operaciones con valores. Este descenso de los gastos se ha visto compensado parcialmente por los menores ingresos por comisiones obtenidas 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 diversas carteras de política monetaria del BCE. Igualmente incluye los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Banco Central Europeo	113,40	212,77	-99,37
Dividendo ordinario	7,19	50,25	-43,06
Dividendo por señoreaje e ingresos SMP, CBPP3 y ABSPP	106,21	162,52	-56,30
Otros	2,33	8,59	-6,25
TOTAL	**115,74**	**221,36**	**-105,62**

Del total del importe registrado (115,74 millones de euros), 106,21 millones proceden del dividendo del BCE por el señoreaje de sus billetes y de los ingresos de las carteras de valores adquiridos bajo el Programa para los Mercados de Valores (SMP), el tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP3) y el Programa de Adquisición de Bonos de Titulización (ABSPP); 7,19 millones proceden del dividendo ordinario del BCE correspondiente a 2013, y 2,33 millones, de los dividendos por la participación en el Banco de Pagos Internacionales.

El 7 de enero de 2015, el Consejo de Gobierno del BCE decidió distribuir entre los BCN del Eurosistema 840,72 millones de euros que se corresponden con la práctica totalidad de los ingresos por el señoreaje de sus billetes y de los ingresos generados por su cartera de valores comprada en el marco del Programa para los Mercados de Valores, el tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados y el Programa de Adquisición de Bonos de Titulización. De este importe, el Banco de España ha ingresado 106,21 millones. El importe retenido por el BCE para dotar la provisión para la cobertura de sus riesgos financieros ha ascendido a 15,01 millones de euros, alcanzando con este importe su límite máximo.

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 adquiridos dentro de los dos primeros programas 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 2014 y 2013:

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios del año	-33,84	138,49	-172,33
Ingresos monetarios puestos en común	1.290,49	1.840,52	-550,03
Ingresos monetarios asignados	1.256,65	1.979,01	-722,36
Correcciones años anteriores	75,18	1,48	73,70
Dotación a la provisión por operaciones de política monetaria y pérdidas del BCE	—	33,58	-33,58
TOTAL	**41,35**	**173,55**	**-132,20**

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 2014, que ascienden a 1.290,49 millones de euros, y los que le han sido asignados, que ascienden a 1.256,65 millones de euros, equivale a una aportación neta de 33,84 millones de euros. La causa fundamental que explica dicha aportación radica en que el Banco de España ha obtenido unos ingresos de sus carteras de política monetaria superiores a los que le corresponden según su clave de participación.

Adicionalmente a esta redistribución ordinaria, en 2014 se han percibido cantidades dentro de los procedimientos de insolvencia de Lehman Brothers e Indover Bank, correspondiendo al Banco de España unos ingresos adicionales de 75,18 millones. El resultado neto del ejercicio asciende, por tanto, a 41,35 millones.

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 aprobó la cancelación de la provisión con fecha 31 de diciembre de 2013, por haber desaparecido los riesgos cubiertos. De acuerdo con ello, el Banco de España liberó la provisión constituida (33,58 millones), quedando sin saldo a partir de esa fecha.

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

	2014	2013	Variación
Resultados extraordinarios	1,17	0,58	0,58
Diversos	18,73	120,30	-101,57
TOTAL	19,90	120,88	-100,98

Como puede observarse, este epígrafe presenta unos resultados netos de 19,90 millones, correspondiendo en su mayor parte a la participación del Banco en la realización de proyectos para el Eurosistema, que han supuesto en 2014 unos ingresos de 16,29 millones.

Con respecto al ejercicio anterior, el resultado neto de este epígrafe ha disminuido en 100,98 millones, fundamentalmente por los beneficios obtenidos en la venta, en el mes de noviembre de 2013, 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 aportaciones al Plan de Pensiones.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Por componentes, su variación es la que se muestra a continuación:

En millones de euros y porcentaje

	2014	2013	Variación	(%)
Gastos brutos de personal	223,13	219,34	3,79	1,7
Haberes y emolumentos	162,64	162,68	-0,04	—
Cuotas de seguros sociales	34,68	32,11	2,57	8,0
Acción social y Plan de Pensiones	25,80	24,55	1,26	5,1
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-2,57	-1,51	-1,06	70,2
TOTAL	**220,56**	**217,83**	**2,74**	**1,3**

Su importe ha pasado de 217,83 millones de euros en 2013 a 220,56 millones en 2014, con un aumento de 2,74 millones de euros (1,3 %), motivado principalmente por el aumento de los costes por seguros sociales, como consecuencia, fundamentalmente, del incremento de las bases de cotización.

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla, que incluye el personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2014	2013	Variación	%
Número medio de personas empleadas	2.686,7	2.655,3	31,4	1,2
Grupo directivo	1.696,2	1.656,3	39,9	2,4
Grupo administrativo	822,8	826,6	-3,8	-0,5
Resto	167,8	172,4	-4,7	-2,7

A 31 de diciembre de 2014, la plantilla total del Banco ascendía a 2.675 empleados, con un incremento de 30 efectivos respecto a la misma fecha del año anterior. En cuanto a la composición de la plantilla por sexos, a 31 de diciembre de 2014 el porcentaje de mujeres alcanza el 45,8 % 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 2014, el gobernador ha percibido un salario bruto de 176,06 miles de euros, y el subgobernador ha percibido 203,41 miles de euros[22]. 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, 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 por servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

22 En estos importes se incluyen las cantidades percibidas por complementos personales y atrasos, tanto para el gobernador como para el subgobernador, que en 2014 han ascendido a 1,36 miles de euros y 29,81 miles de euros, respectivamente.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

En millones de euros y porcentaje

	2014	2013	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	131,40	129,44	1,96	1,5
Alquileres y mantenimientos	37,09	33,09	4,00	12,1
Materiales y suministros	9,97	11,59	-1,62	-13,9
Servicios externos	67,33	67,27	0,07	0,1
Formación, promoción y selección	3,96	4,51	-0,55	-12,2
Gastos diversos de funcionamiento	13,04	12,99	0,06	0,4
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-4,59	-3,97	-0,61	15,4
TOTAL	**126,81**	**125,46**	**1,34**	**1,1**

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2014 los gastos más relevantes han sido, al igual que en el ejercicio anterior, los de Servicios externos (67,33 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (39,60 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (37,09 millones), cuyas partidas más importantes han sido la de alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (21,69 millones) y la de inmuebles (10,14 millones).

En 2014 se han registrado unos mayores gastos en bienes y servicios (1,34 millones de euros). El mayor incremento del epígrafe se encuentra localizado en Alquileres y mantenimientos (4,00 millones), debido fundamentalmente al incremento de los gastos de alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (4,25 millones), compensado en parte por el descenso de los gastos en materiales y suministros (1,62 millones) y de los gastos de formación, promoción y selección (0,55 millones), así como por la mayor recuperación de gastos en bienes y servicios (0,61 millones).

Dentro de Servicios externos, en 2014 se incluyen 108.711,00 euros (IVA incluido) correspondientes a honorarios de los auditores externos KPMG Auditores, por la realización de trabajos de auditoría sobre las cuentas anuales del Banco, así como sobre determinados aspectos de la gestión, por parte 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

	2014	2013	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y obras de remodelación	2,57	2,54	0,02	1,0
Amortización de instalaciones	9,14	9,06	0,08	0,9
Amortización de mobiliario y enseres	2,02	2,15	-0,14	-6,3
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,58	1,58	—	—
Amortización de equipos para procesos de información	5,22	5,39	-0,17	-3,1
Amortización de elementos de transporte	0,30	0,37	-0,07	-18,8
Amortización de otro inmovilizado material	0,24	0,31	-0,07	-22,4
Amortización del fondo bibliográfico	0,44	0,46	-0,02	-5,1
Amortización de aplicaciones informáticas	8,53	8,56	-0,03	-0,3
TOTAL	**30,04**	**30,43**	**-0,39**	**-1,3**

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (82,51 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 (FNMT-RCM). El aumento respecto al ejercicio anterior (12,20 millones de euros) se ha debido tanto al mayor volumen de billetes suministrados por la FNMT-RCM como al incremento de su precio medio, motivado por la variación en la composición de la producción de la nueva serie, al haber comenzado la producción del billete de 10 € a finales de 2013, según se muestra en el siguiente cuadro:

		Billetes facturados (en millones de billetes)	
Serie	Denominación	2014	2013
1	50 €	459,0	414,7
2	10 €	482,3	80,1
2	5 €	170,7	483,5
	TOTAL	**1.112,0**	**978,3**

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 siguiente cuadro se muestra la dotación neta a estos fondos:

En millones de euros

	2014	2013	Variación
Provisión cobertura del riesgo operacional patrimonial	43,80	15,92	27,88
Provisión por socorros por fallecimiento y jubilación	10,87	5,27	5,60
Provisión para pagos a prejubilados y jubilados	5,00	5,25	-0,25
Provisión para riesgos y gastos diversos	37,73	3,78	33,95
Otros	0,10	-0,93	1,04
Fondo de Atenciones Benéfico-sociales	7,58	9,47	-1,89
TOTAL	**105,08**	**38,75**	**66,33**

El saldo neto de la dotación y aplicación a otros fondos y provisiones en 2014 ha ascendido a 105,08 millones de euros, frente a 38,75 millones en 2013. Destacan la dotación neta de la provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial, por 43,80 millones (véase nota 26 al balance), fundamentalmente por el incremento del porcentaje de cobertura del riesgo del 10 % al 20 % aprobado por la Comisión Ejecutiva de 30 de enero de 2015, y la dotación para riesgos y gastos diversos, que incluye riesgos por litigios por un importe neto de 36,48 millones, fundamentalmente por demandas judiciales en curso. En este ejercicio también se han dotado la provisión por socorros por fallecimiento y jubilación, por importe de 10,87 millones, y la provisión para gastos relacionados con prejubilados y jubilados, por 5,00 millones. La dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-sociales ha ascendido en 2014 a 7,58 millones de euros, frente a 9,47 millones dotados en 2013, lo que ha supuesto un menor gasto de 1,89 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

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontando el ingreso realizado el primer día hábil del mes de diciembre del año anterior.

El anticipo al Tesoro del 70 % de los beneficios del Banco a 30 de septiembre de 2014, que se efectuó el pasado 1 de diciembre de 2014, fue de 1.413,15 millones de euros[23].

Teniendo en cuenta que el beneficio del ejercicio ha ascendido a 2.519,22 millones de euros, con objeto de completar el reparto del beneficio hasta alcanzar el 90 %, el 2 de marzo de 2015 se ha efectuado un ingreso en el Tesoro por 854,14 millones de euros.

A continuación se detallan las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2014:

En millones de euros

1	Beneficios totales del ejercicio 2014	2.519,22
2	Ingresos efectuados al Tesoro Público	2.267,29
	El 1.12.2014	1.413,15
	El 2.3.2015, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90 % de los beneficios a 31 de diciembre de 2014	854,14
3	Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público (cuando se aprueben las cuentas de 2014)	251,92

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 genéricas 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 genéricas	Total
A) SALDOS AL INICIO DEL EJERCICIO 2014	**1.000,00**	**899,81**	**9.038,52**	**1.762,02**	**8.753,87**	**21.454,21**
1 Plusvalías netas no reconocidas en pérdidas y ganancias			5.479,34			5.479,34
En oro			1.055,21			1.055,21
En divisas			3.276,68			3.276,68
En valores			1.147,45			1.147,45
Otras			—			—
2 Variación de las provisiones					1.234,65	1.234,65
3 Resultado neto del ejercicio 2014				2.519,22		2.519,22
4 Aplicación de resultados				-3.175,17		-3.175,17
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2013				-1.762,02		-1.762,02
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2014				-1.413,15		-1.413,15
B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO B = 1 + 2 + 3 + 4	—	—	**5.479,34**	**-655,95**	**1.234,65**	**6.058,04**
C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICO 2014 C = A + B	**1.000,00**	**899,81**	**14.517,86**	**1.106,06**	**9.988,52**	**27.512,26**

23 De acuerdo con el mencionado real decreto, el acuerdo de ingreso debe tomar en consideración la evolución previsible de los resultados hasta final de ejercicio. Por este motivo, se tuvieron en cuenta una serie de factores que suponían un riesgo de menor beneficio, estimado en 811,37 millones de euros. Por tanto, de la cifra de resultados del Banco de España a 30 de septiembre, que ascendía a 2.830,15 millones, se dedujo dicho importe, resultando un beneficio de 2.018,79 millones, ingresando al Tesoro el 70 %.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 26 del balance), cuentas de revalorización (nota 27 del balance), capital (nota 28 del balance), reservas (nota 29 del balance) y beneficio del ejercicio (nota 30 del balance y nota 15 de la cuenta de resultados).

El patrimonio neto se ha incrementado en 2014 en 6.058,04 millones debido al aumento de las plusvalías latentes (5.479,34 millones) y al incremento de las provisiones genéricas.

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 de los mismos.

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, Riesgos Financieros 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 a 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.

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 2014, 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 el riesgo de tipo de interés y el riesgo de tipo de cambio como el 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 de los valores de renta fija incluidos en la cartera de negociación, ya que los movimientos en los tipos de interés

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

afectan a su valor de mercado[24]. 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.

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 fijó 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 debe provisionar por riesgo de tipo de interés.

A 31 de diciembre de 2014, la exposición al riesgo por tipo de interés de la cartera de negociación se ha valorado en 2.981 millones de euros, estando cubierto 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 (dólares USA y DEG). Para ello utiliza la metodología de Valor en Riesgo (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 2014, el riesgo por tipo de cambio asciende a 3.266 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, estando 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.

24 La cartera de negociación del Banco se valora contablemente a precios de mercado, mientras que la cartera a vencimiento y las carteras de política monetaria permanecen valoradas por su coste amortizado.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 como resultado del deterioro de la calidad crediticia de estos.

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 el 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 2014 con la metodología VaR es de 3.657 millones de euros, cifra que determina en su totalidad el importe a provisionar por riesgo de crédito.

El riesgo de crédito de los préstamos de política monetaria no es objeto de valoración[25], 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.

El Banco de España comparte los riesgos derivados de los valores adquiridos dentro del Programa para los Mercados de Valores y del tercer Programa de Adquisición de Bonos Garantizados, así como de los préstamos de política monetaria de riesgos compartidos, de acuerdo con la clave de participación en el Eurosistema, que en el ejercicio de 2014 es del 12,63 %.

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 de 2004) recoge un conjunto de políticas, funciones y procedimientos cuyo fin es garantizar la gestión de aquel riesgo.

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. Esta 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 o de reducir el daño que se ocasionaría si finalmente ocurriera.

25 Con excepción de los préstamos de política monetaria con colateral excluido del riesgo compartido entre BCN del Eurosistema.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 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, siendo 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 2014 asciende a 423 millones de euros, habiéndose dotado el 20 % de dicho importe en forma de provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 de 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 2014, 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 2014, 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 2014	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	1.204,84	—	0,16	1,93
Préstamos para vivienda y anticipos a empleados	32,71	—	0,16	0,05
Anticipos reintegrables	32,71	—	0,16	0,05
TOTAL	**1.237,56**	—	**0,16**	**1,98**

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 acordó 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 2014 se pagaron dos cuotas de los créditos citados (la correspondiente al año en curso más la

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 2014 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 946,11 millones de euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha correspondiente a un nominal de 971,68 millones.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

KPMG Auditores S.L.
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

Informe de Auditoría Independiente 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 2014, 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 Servicios 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.

KPMG Auditores S.L., sociedad española de responsabilidad limitada 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, Inscrip. 9
N.I.F. B-78510153

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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.

Opinión

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2014 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 2014 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

29 de abril de 2015

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 2014.

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 2014, 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 2014, 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 2014 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 9 de abril de 2015.

Ángel Luis López Roa | Carmen Alonso Ledesma | Maximino Carpio García

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 2014 y el primer trimestre de 2015. 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 2014 y marzo de 2015, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron comentadas.

30.4.2015.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1 PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2014 HASTA MARZO DE 2015

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 modificó la Decisión BCE/2004/2, por la que se adopta el reglamento interno del BCE, que entró en vigor el 22 de enero de 2014. Su objetivo es adaptar la organización interna del Banco Central Europeo (BCE) y sus órganos rectores a los nuevos requisitos derivados del Reglamento (UE) 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 orientación de sus miembros y quienes sean nombrados sus sustitutos, que se ha publicado 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) 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), cuya entrada en vigor fue el 6 de febrero de 2014, sobre el ejercicio de diversas opciones reguladoras contenidas en el Reglamento (UE) 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 servicios de inversión (ESI), y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012.

Con el mismo objetivo que 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) 575/2013 y los coeficientes correctores menos exigentes. No obstante, en ciertos casos en que la normativa española, recogida fundamentalmente en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, venía siendo más exigente que la permitida por el mencionado reglamento, esta se ha considerado un 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, teniendo unas 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 aplican entre el 1 de enero de 2014 y el 31 de diciembre de 2017. 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).

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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), cuya entrada en vigor fue el 6 de febrero de 2014, que modificó la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y 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.

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 dispuso la creación de deuda del Estado durante 2014 y enero de 2015, y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) 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 2014 y para el mes de enero de 2015.

Al igual que en la Orden ECC/1/2013, de 2 de enero, por la que se dispuso la creación de deuda del Estado durante 2013 y enero de 2014, se recogen las 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 establece la posibilidad de 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, pueden seguir siendo ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas), así como mediante otros procedimientos. En particular, se contempla la posibilidad de ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación.

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 de 2014, y las resoluciones, el 21 y el 24 de enero de 2014, respectivamente.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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), cuya entrada en vigor fue el 18 de enero de 2014, que modificó 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.

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 de 2014.

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 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 modificaron las directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE, y el Reglamento (UE) 1093/2010.

La directiva, cuya entrada en vigor fue el 20 de marzo de 2014, 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. También 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).

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 la concesión de crédito); 3) la información precontractual personalizada que se debe proporcionar al consumidor, incluyendo las oportunas advertencias específicas de 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.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

BCE: OPERACIONES INTERNAS DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS, Y LÍMITES A LA REMUNERACIÓN DE LOS DEPÓSITOS.—Se publicaron la *Orientación BCE/2014/9, de 20 de febrero de 2014 (DOUE* del 28 de mayo), sobre las operaciones internas de gestión de activos y pasivos por los bancos centrales nacionales (BCN), que entró en vigor el 7 de junio; la *Orientación BCE/2014/25, de 5 de junio de 2014 (DOUE* del 7 de junio), que modificó la Orientación BCE/2012/27, de 5 de diciembre, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), que entró en vigor el 30 de mayo; la *Decisión BCE/2014/8, de 20 de febrero de 2014 (DOUE* del 28 de mayo), sobre la prohibición de financiación monetaria y la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas por los BCN, que entró en vigor el 28 de mayo, y la *Decisión BCE/2014/23, de 5 de junio de 2014 (DOUE* del 7 de junio), sobre la remuneración de depósitos, saldos y tenencias de exceso de reservas, que entró en vigor el 7 de junio.

Las normas determinan: 1) los principios generales que deben aplicar los BCN de la zona del euro cuando por iniciativa propia efectúen operaciones internas con activos y pasivos, sin que ello obstaculice la ejecución de la política monetaria única, y 2) los límites a la remuneración de los depósitos en los BCN, con objeto de facilitar la gestión de liquidez y la ejecución de la política monetaria del Eurosistema.

En relación con estos últimos, cabe reseñar la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas, que se somete a los límites siguientes: 1) para los depósitos a un día, el tipo del mercado a un día sin garantías, y 2) para los depósitos a plazo, el tipo del mercado con garantías o, si no estuviera disponible, el tipo del mercado a un día sin garantías. Asimismo, se establece un umbral equivalente a 200 millones de euros o al 0,04 % del PIB del Estado miembro a partir del cual todos los depósitos de las Administraciones Públicas a un día o a plazo en un BCN se remunerarán a un tipo de interés del 0 % o al tipo de la facilitad de depósito si este fuera inferior, si así lo decide el Consejo de Gobierno del BCE.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES (SEBC): RECOPILACIÓN DE DATOS GRANULARES DE CRÉDITO.—Se publicó la *Decisión BCE/2014/6, de 24 de febrero (DOUE* del 8), sobre la organización de medidas preparatorias para la recopilación de datos granulares de crédito por parte del SEBC, que entró en vigor el 8 de abril.

Los datos granulares de crédito comprenden partidas individuales sobre los riesgos de crédito frente a los prestatarios de las entidades de crédito u otras instituciones financieras que conceden préstamos. Con sujeción a garantías adecuadas de confidencialidad, estos datos pueden obtenerse, prestatario a prestatario y préstamo a préstamo, de los registros de crédito que llevan los BCN del Eurosistema, de otras fuentes de datos granulares o de recopilaciones estadísticas alternativas.

El objetivo de la decisión es el establecimiento de las medidas preparatorias necesarias para instaurar de manera gradual un marco general a largo plazo para la recopilación de datos granulares de crédito, basados en unas obligaciones de información estadística del BCE armonizadas. Antes del final de 2016, este marco a largo plazo incluirá: 1) bases de datos granulares de crédito nacionales llevadas por cada BCN del Eurosistema, y 2) una base de datos granulares de crédito común, compartida por todos los miembros de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

ENTIDADES QUE PRESTAN SERVICIOS DE INVERSIÓN: REQUISITOS DE ORGANIZACIÓN INTERNA Y FUNCIONES DE CONTROL.—Se publicó la *Circular 1/2014, de 26 de*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

febrero de 2014, de la CNMV (BOE del 3 de abril), sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, que entró en vigor el 4 de abril.

Haciendo uso de la habilitación otorgada por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, la circular desarrolla y clarifica las disposiciones relativas a los requisitos de organización interna y a las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión. Asimismo, supone una actualización completa de la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, que deroga.

Las entidades objeto del ámbito de la circular tenían de plazo hasta el 31 de diciembre de 2014 para adaptar su estructura organizativa y sus sistemas y procedimientos de control interno a lo establecido en esta norma.

MARZO 2014

MEDIDAS URGENTES EN MATERIA DE REFINANCIACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA EMPRESARIAL.—Se publicó el *Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo (BOE* del 8), por el que se adoptaron medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, con el fin de agilizar y flexibilizar estos procesos. Su entrada en vigor fue el 9 de marzo de 2014, y su convalidación por el Congreso de los Diputados se produjo el 20 de marzo de ese año.

El principal objetivo de la norma es aumentar la eficacia de las refinanciaciones preconcursales, 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 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 los previamente existentes), que además se pueden imponer a acreedores disidentes (anteriormente, solo 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, limitándose el juez a verificar la concurrencia de los porcentajes exigidos y a valorar si el sacrificio exigido tiene o no un carácter desproporcionado.

DEFENSA DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 3/2014, de 27 de marzo (BOE* del 28) (en adelante, la ley), cuya entrada en vigor fue el 29 de marzo de 2014, que modificó 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

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 al consumidor y usuario, 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 todo pago adicional a la remuneración acordada para la obligación contractual principal del empresario.

BCE: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—Se publicaron la *Orientación BCE/2014/10, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 5 de junio de 2014), que entró en vigor el 26 de mayo de 2014; la *Orientación BCE/2014/12, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 5 de junio de 2014), que entró en vigor el 1 de abril de 2014, y la *Decisión BCE/2014/11, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 5 de junio), que entró en vigor el 1 de abril. Por su parte, se publicó la *Resolución de 14 de mayo de 2014*, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España *(BOE* del 23), que modificó 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 para adoptar las novedades introducidas por la Orientación BCE/2014/10, que entró en vigor el 26 de mayo de 2014.

A continuación se reseñan los aspectos más relevantes.

1) Se introducen importantes mejoras en el modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC) del Eurosistema. Así, se elimina el requisito de repatriación, conforme al cual las entidades de contrapartida del Eurosistema, antes de movilizar activos en garantía de operaciones de crédito del Eurosistema, debían transferirlos al sistema de liquidación de valores (SLV) del emisor respectivo. En su lugar, se crea un nuevo cauce de movilización, que combina el MCBC con enlaces entre SLV, de manera que cualquier entidad de contrapartida del Eurosistema pueda utilizar cualquier SLV o enlace admisible para movilizar activos admisibles del Eurosistema.

2) Se regula la figura del agente tripartito (TPA, por sus siglas en inglés), que ofrece servicios tripartitos de gestión de activos de garantía. Este tipo de servicios permite a las entidades aumentar o reducir el importe de activos de garantía que aportan al BCN del que son contrapartida. En el supuesto de que un depositario central de valores (DCV) de un Estado miembro preste dicho servicio (TPA), el BCN de dicho Estado actuará como banco central corresponsal (BCC) para los BCN de otros Estados miembros cuyas contrapartidas hayan solicitado la utilización de los referidos servicios.

3) Finalmente, se aclaran las normas de calificación crediticia aplicables a los bonos de titulización. Así, el umbral de calidad crediticia aplicable se corresponderá con la categoría 2 de la calificación crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema («A»), y deberán contar, al menos, con dos calificaciones crediticias para la emisión de «A» de cualquier ECAI

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

(External Credit Assessment Institution, agencia externa de evaluación del crédito) aceptada.

UNIÓN EUROPEA: NORMAS ESPECÍFICAS APLICABLES A LOS FONDOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—Se publicaron varios reglamentos delegados de la Unión Europea que desarrollan normas técnicas relativas al Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (en adelante, las entidades), y por el que se modifican el Reglamento (UE) 648/2012 y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Son los siguientes: 1) el *Reglamento Delegado (UE) 523/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que complementa al Reglamento (UE) 575/2013 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para determinar qué es lo que constituye la estrecha correspondencia entre el valor de los bonos garantizados de una entidad y el valor de sus activos; 2) el *Reglamento Delegado (UE) 524/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completó la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y de acogida deben facilitarse mutuamente; 3) el *Reglamento de Ejecución (UE) 620/2014 de la Comisión*, *de 4 de junio de 2014 (DOUE* del 12 de junio), cuya entrada en vigor fue el 2 de julio, por el que se establecieron normas técnicas de ejecución en lo que respecta al intercambio de información entre las autoridades competentes de los Estados miembros de origen y de acogida, de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo; 4) el *Reglamento Delegado (UE) 525/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completa el Reglamento (UE) 575/2013 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la definición de mercado; 5) el *Reglamento Delegado 526/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completó el Reglamento (UE) 575/2013 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la determinación de un diferencial comparable y un número limitado de carteras menores a efectos del riesgo de ajuste de valoración del crédito (AVC); 6) el *Reglamento Delegado (UE) 527/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completó la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican las clases de instrumentos que reflejan de manera adecuada la calidad crediticia de la entidad en una perspectiva de continuidad de la explotación y resultan adecuados a efectos de la remuneración variable; 7) el *Reglamento Delegado (UE) 528/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completó el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para el riesgo distinto de delta de las opciones en el método estándar del riesgo de mercado; 8) el *Reglamento Delegado (UE) 529/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completó el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para evaluar la importancia de las ampliaciones y modificaciones del método basado en calificaciones internas y del método avanzado de cálculo; 9) el *Reglamento Delegado (UE) 530/2014 de la Comisión, de 12 de marzo de 2014 (DOUE* del 20 de mayo), cuya entrada en vigor fue el 9 de junio de 2014, que completó la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

a las normas técnicas de regulación destinadas a definir con más detalle las exposiciones significativas y los umbrales a efectos de los métodos internos relativos al riesgo específico de la cartera de negociación; 10) el *Reglamento de Ejecución (UE) 591/2014 de la Comisión, de 3 de junio de 2014 (DOUE* del 4 de junio), cuya entrada en vigor fue el 5 de junio de 2014, relativo a la prórroga de los períodos transitorios relacionados con los indicados en el Reglamento (UE) 575/2013 y en el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, y 11) el *Reglamento Delegado (UE) 625/2014 de la Comisión, de 13 de marzo de 2014 (DOUE* del 13 de junio), cuya entrada en vigor fue el 3 de julio de 2014, por el que se completó el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, mediante normas técnicas de regulación en las que se especifican los requisitos aplicables a las entidades inversoras, patrocinadoras, acreedoras originales y originadoras en relación con las exposiciones al riesgo de crédito transferido.

NORMATIVA EUROPEA SOBRE LA FISCALIDAD DE LOS RENDIMIENTOS DEL AHORRO EN FORMA DE PAGO DE INTERESES.—Se publicó la *Directiva 2014/48/UE del Consejo, de 24 de marzo de 2014 (DOUE* del 15 de abril), que modificó la Directiva 2003/48/CE en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses. La norma entró en vigor el 15 de abril, y los Estados miembros están obligados a transponerla antes de 1 de enero de 2016.

Las novedades más reseñables son las siguientes: 1) se mejora la información relativa a la identidad del beneficiario efectivo, ya que el agente pagador exigirá su nombre, dirección, fecha y lugar de nacimiento, y, además, el número de identificación fiscal (NIF) o equivalente que le haya sido asignado por el Estado miembro en que el beneficiario efectivo tenga su residencia a efectos fiscales; 2) se amplía el concepto de pago de intereses para incluir, entre otros, los rendimientos pagados o realizados o abonados en cuenta, correspondientes a valores que, por su flexibilidad o nivel de riesgo, tengan condicionada la rentabilidad en la fecha de emisión; los rendimientos de determinadas categorías de contratos de seguro de vida, y los rendimientos procedentes de fondos y sistemas de inversión no establecidos en un Estado miembro de la Unión Europea o del EEE, independientemente de la forma jurídica que revistan dichos organismos, y con independencia de cualquier limitación a grupos restringidos de inversores, de la adquisición, la cesión o el rescate de sus acciones o participaciones.

ABRIL 2014

BCE: MARCO DE COOPERACIÓN EN EL MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISIÓN (MUS).—Se publicó el *Reglamento (UE) 468/2014 (BCE/2014/17), de 16 de abril de 2014 (DOUE* del 14 de mayo) (en adelante, el reglamento), cuya entrada en vigor fue el 15 de mayo, que estableció el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las autoridades nacionales competentes (ANC). A su vez, desarrolló determinados aspectos del Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre, que estableció las bases del MUS, integrado por el BCE y las ANC de los Estados miembros participantes.

Más adelante, se publicaron varias disposiciones relativas al desarrollo de la normativa del MUS: la *Decisión BCE/2014/5, de 31 de enero de 2014 (DOUE* del 5 de julio), que desarrolló el artículo 7 del Reglamento (UE) 1024/2013, que hace referencia a la cooperación estrecha de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro con las ANC; la *Decisión BCE/2014/29, de 2 de julio de 2014 (DOUE* del 19 de julio), que estableció los procedimientos relativos a la presentación de las ANC al BCE de los datos transmitidos por sus entidades supervisadas, y la *Decisión BCE/2014/4, de 6 de febrero de 2014 (DOUE* del 3 de julio), que complementó al Reglamento (UE) 1024/2013 en relación con el procedimiento de nombramiento de los cuatro representantes del BCE en el Consejo de

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Supervisión, así como en las condiciones aplicables a las personas nombradas para esos puestos y el procedimiento para su destitución.

BCE: COMPETENCIAS PARA IMPONER SANCIONES COMO BANCO CENTRAL.—Se publicó el *Reglamento (UE) 469/2014 (BCE/2014/18), de 16 de abril de 2014 (DOUE* del 14 de mayo), cuya entrada en vigor fue 15 de mayo, que modificó el Reglamento (CE) 2157/1999 (BCE/1999/4), sobre las competencias del BCE para imponer sanciones.

El objetivo del reglamento es introducir en el Reglamento (CE) 2157/1999 un régimen coherente de imposición de sanciones conforme a las competencias otorgadas por el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo y el Reglamento (UE) 468/2014 (BCE/2014/17), en el ejercicio de sus funciones de supervisión de las entidades de crédito.

BCE: REGLAMENTO INTERNO DEL CONSEJO DE SUPERVISIÓN Y DEL COMITÉ ADMINISTRATIVO DE REVISIÓN.—Se publicaron el *Reglamento Interno del Consejo de Supervisión del BCE (DOUE* del 12 de junio), que entró en vigor el 1 de abril de 2014, y la *Decisión BCE/2014/16, de 14 de abril de 2014 (DOUE* del 14 de junio), sobre el establecimiento del Comité Administrativo de Revisión y sus normas de funcionamiento, que complementaron el Reglamento Interno del BCE, cuya entrada en vigor fue el 15 de junio de 2014.

Entre otros aspectos, se regula el régimen de funcionamiento del Consejo de Supervisión, y se crean el Comité Director, que se encarga de preparar las reuniones del Consejo de Supervisión, y el Comité Administrativo de Revisión, encargado de llevar a cabo el examen administrativo interno de las decisiones adoptadas por el BCE en el ejercicio de sus competencias en el ámbito de supervisión de las entidades de crédito, que le atribuye el Reglamento (UE) 1024/2013, de 15 de octubre.

UNIÓN EUROPEA: SISTEMAS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS.—Se publicó la *Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 (DOUE* del 12 de junio) (en adelante, la directiva), que introduce ciertas novedades en la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (SGD), a la que derogó (junto con sus modificaciones sucesivas), para refundir la normativa sobre la materia en un solo texto legal.

El objetivo principal de la directiva es el establecimiento de un nivel uniforme de protección para los depositantes en toda la Unión Europea, al mismo tiempo que se pretende garantizar el mismo nivel de estabilidad de los SGD. En este sentido, se obliga a cada Estado miembro a velar por la implantación y el reconocimiento oficial en su territorio de uno o más SGD, y se prohíbe que una entidad de crédito autorizada en un Estado miembro pueda recibir depósitos a no ser que sea miembro de un SGD oficialmente reconocido en su Estado miembro de origen.

Al igual que en la normativa anterior, los Estados miembros garantizarán que el nivel de cobertura de los depósitos agregados de cada depositante por entidad sea de 100.000 euros. Además de los depósitos que la directiva considera como admisibles, los Estados miembros podrán garantizar que se incluyan determinados depósitos adicionales hasta ese nivel de cobertura.

Por otro lado, la directiva establece que los SGD se asegurarán de que el importe reembolsable esté disponible en un plazo de siete días laborables a partir de la fecha en que la

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

entidad de crédito se encuentre, por razones directamente relacionadas con su situación financiera, en la imposibilidad de restituir los depósitos y no parezca tener perspectivas de poder hacerlo, o cuando una autoridad judicial haya adoptado una decisión, por razones directamente relacionadas con las circunstancias financieras de la entidad de crédito, que tenga el efecto de suspender el derecho de los depositantes de reclamar contra dicha entidad.

Los SGD recaudarán los recursos financieros disponibles mediante aportaciones que sus miembros deberán realizar, al menos, una vez al año. Esto no impedirá la obtención de financiación complementaria procedente de otras fuentes. Los Estados miembros garantizarán que, antes del 3 de julio de 2024 (aunque, excepcionalmente, podrán prorrogar este plazo cuatro años más), los recursos financieros a disposición de un SGD alcancen como mínimo el nivel objetivo de un 0,8 % del importe de los depósitos con cobertura de sus miembros.

La directiva entró en vigor el 2 julio de 2014, y los Estados miembros deben transponerla a sus ordenamientos jurídicos antes del 3 de julio de 2015. No obstante, si, tras un examen exhaustivo, las autoridades competentes determinaran que a esa fecha un SGD no está aún en condiciones de cumplir lo dispuesto en la directiva (sobre todo, en lo referente a las aportaciones realizadas por sus miembros), la entrada en vigor de las disposiciones nacionales mediante las que se transponga el contenido de la directiva se podrá prorrogar, como máximo, hasta el 31 de mayo de 2016.

UNIÓN EUROPEA: NUEVA NORMATIVA SOBRE EL ABUSO DE MERCADO.—Se publicaron el *Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014*, sobre el abuso de mercado (reglamento sobre abuso de mercado) *(DOUE* del 12 de junio), y la *Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 (DOUE* del 12 de junio), sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (directiva sobre abuso de mercado).

El reglamento entró en vigor el 2 de julio de 2014 y se aplicará a partir del 3 de julio de 2016, y la directiva entró en vigor el 2 de julio de 2014 y los Estados miembros deberán transponerla antes del 3 de julio de 2016.

El reglamento establece un marco normativo común en el ámbito de las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de dicha información (que se introduce como novedad) y la manipulación de mercado (abuso de mercado), así como las medidas para impedir estas operaciones, con el fin de garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión Europea y de reforzar la protección de los inversores y su confianza en esos mercados. Su ámbito de aplicación incluye todos los instrumentos financieros negociados en un mercado regulado, en los sistemas multilaterales de negociación (SMN), en los sistemas organizados de contratación (SOC) o que se negocian únicamente en OTC, y cualquier otra conducta o actuación que pueda influir sobre esos instrumentos financieros, con independencia de que se produzca en un centro de negociación.

La directiva complementa el Reglamento (UE) 596/2014, que exige a los Estados miembros que garanticen que se tomarán medidas administrativas apropiadas o se impondrán sanciones administrativas contra las personas responsables de las infracciones de abuso de mercado. Su objetivo es el establecimiento de un conjunto de normas mínimas en materia de sanciones penales aplicables a las operaciones de abuso de mercado, con el fin de garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión y aumentar la protección de los inversores y la confianza en esos mercados.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ADAPTACIÓN DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS Y REASEGURADORAS A LA NORMATIVA DE LA UNIÓN EUROPEA.—Se publicó la *Orden ECC/730/2014, de 29 de abril (BOE* del 7 de mayo) (en adelante, la orden), de medidas temporales para facilitar la progresiva adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras al nuevo régimen de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Directiva de Solvencia II), que será aplicable en los Estados miembros a partir del 1 de enero de 2016. La orden entró en vigor el 8 de mayo de 2014 y estará vigente hasta el 31 de diciembre de 2015. Posteriormente, se publicó la *Resolución de 16 de junio de 2014, de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones* (DGSFP) *(BOE* del 4 de julio), de medidas temporales para facilitar la progresiva adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras (en adelante, las entidades) al nuevo régimen de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Conforme a la orden, las entidades aseguradoras y reaseguradoras deberán adoptar las medidas necesarias para la progresiva adaptación a las directrices sobre el sistema de gobierno, la evaluación interna prospectiva de los riesgos, el suministro de información al supervisor y la solicitud previa de modelos internos, en la fase preparatoria previa a la aplicación de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento y del Consejo, de 25 de noviembre, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Directiva de Solvencia II), debiendo presentar, antes del 31 de julio de 2014, a la DGSFP un calendario debidamente aprobado por su órgano de administración que permita la implantación progresiva de su contenido.

Por su parte, la resolución tiene como finalidad concretar los principios aplicables para facilitar la transición al régimen previsto en la Directiva de Solvencia II. Entre otros aspectos: 1) en lo relativo al sistema de gobierno, incluidos el sistema de gestión de riesgos y la evaluación interna prospectiva de los riesgos; 2) el establecimiento de plazos, condiciones y procedimientos que se deben seguir para la presentación del informe de supervisión de la evaluación interna prospectiva de los riesgos ante la DGSPF, y 3) la publicidad de las directrices y recomendaciones publicadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación hasta la fecha de la propia resolución.

MAYO 2014

UNIÓN EUROPEA: REESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.—Se publicó la *Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo (DOUE* del 12 de junio) (en adelante, la directiva), por la que se estableció un marco para la reestructuración y la resolución de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión (en adelante, las entidades), y por la que se modificaron las directivas 1982/891/CEE, 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los reglamentos (UE) 1093/2010 y (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

La directiva establece un marco uniforme de normas y procedimientos para la reestructuración y para la resolución, entre otras, de las siguientes entidades: 1) las entidades que estén establecidas en la Unión Europea; 2) las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera y las sociedades mixtas de cartera que estén establecidas en la Unión Europea, y 3) las sucursales de las entidades establecidas fuera de la Unión Europea, conforme a las condiciones específicas establecidas en la directiva.

Se establecen tres niveles de gestión: 1) la elaboración de planes de reestructuración y de resolución para el restablecimiento de su situación financiera, en caso de que se produzca

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

un deterioro importante o sobrevenido para la entidad; 2) la adopción de medidas de actuación temprana y de reestructuración, previstas para las entidades que son viables, pero que incumplen o resulta previsible que no puedan cumplir los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, y 3) la resolución ordenada de entidades, prevista para las que son inviables o resulta razonablemente previsible que vayan a serlo en un futuro próximo.

Por otro lado, al objeto de garantizar que todas las entidades que operan en la Unión puedan acogerse a mecanismos de financiación de resoluciones igualmente eficaces y que se preserve la estabilidad del mercado interior, se prevé el establecimiento de un sistema europeo de mecanismos de financiación, que consistirá en: 1) mecanismos de financiación nacionales para los procedimientos de resolución; 2) préstamos entre mecanismos de financiación nacionales, y 3) mutualización de los mecanismos nacionales de financiación en el caso de resoluciones de un grupo de entidades.

Finalmente, los Estados miembros debían adoptar y publicar, antes del 31 de diciembre de 2014, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la directiva, que se aplica desde el 1 de enero de 2015.

UNIÓN EUROPEA: MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.—Se publicaron el *Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo (DOUE* del 12 de junio), relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modificó el Reglamento (UE) 648/2012, y la *Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo (DOUE* del 12 de junio), relativa a los mercados de instrumentos financieros (conocida como MiFID2), y por la que se modificaron la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

El reglamento se aplica a las ESI, a las entidades de crédito cuando presten servicios de inversión o realicen una o varias actividades de inversión, y a los organismos rectores del mercado, incluidos los centros de negociación que gestionen. Establece requisitos uniformes en relación con los puntos siguientes: 1) publicación de datos sobre la negociación de instrumentos financieros; 2) comunicación de operaciones a las autoridades competentes; 3) negociación de derivados en centros organizados; 4) acceso no discriminatorio a los mecanismos de compensación y negociación con índices de referencia; 5) poderes de intervención y en materia de controles de la gestión de posiciones y límites de las posiciones para la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y la ABE, y 6) prestación de servicios de inversión o realización de actividades de inversión por empresas de terceros países, con arreglo a una decisión aplicable de la Comisión en materia de equivalencia con o sin sucursal.

Por su parte, la directiva introduce ciertas novedades en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 (MiFID), a la que deroga a partir del 3 de enero de 2017, fecha en la que comenzará a aplicarse. Establece una serie de requisitos en: 1) las condiciones de autorización y funcionamiento de las ESI; 2) la prestación de servicios de inversión o la realización de actividades de inversión por parte de empresas de terceros países a través del establecimiento de una sucursal; 3) la autorización de mercados regulados y su funcionamiento; 4) la autorización de proveedores de servicios de suministro de datos y su funcionamiento; 5) las competencias de supervisión de las autoridades competentes; 6) la cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros y la AEVM, y 7) la cooperación con terceros países.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

El reglamento entró en vigor el 2 de julio de 2014 y se aplica a partir de esa fecha para determinados apartados de la norma. El resto se aplicará a partir del 3 de enero de 2017, salvo el acceso no discriminatorio a los índices de referencia y obligación de concesión de licencia, que lo hará el 3 de enero de 2019. Por su parte, la directiva será transpuesta a la normativa interna de los Estados miembros antes del 3 julio de 2016, y se aplicará a partir del 3 de enero de 2017, con determinadas excepciones, que lo harán a partir de 3 de septiembre de 2018.

PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES Y DE LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO.—Se publicó el *Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo de 2014 (BOE* del 6), cuya entrada en vigor fue el 6 de mayo, por el que se aprobó el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (en adelante, el reglamento), derogando, a su vez, el anterior reglamento aprobado por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio.

El reglamento concreta, entre otros aspectos, algunas de las obligaciones de los sujetos obligados por la Ley 10/2010; la organización institucional en materia de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo; las sanciones y contramedidas financieras internacionales, y establece la estructura y el funcionamiento del Fichero de Titularidades Financieras.

JUNIO 2014

ORDENACIÓN, SUPERVISIÓN Y SOLVENCIA DE ENTIDADES DE CRÉDITO.—Se publicó la *Ley 10/2014, de 26 de junio (BOE* del 27), de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, que entró en vigor el 28 de junio de 2014 (en adelante, la ley). Su principal objetivo es continuar con la transposición iniciada por el 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 las entidades financieras; en especial, al Reglamento (UE) 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, y a la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio. Más recientemente, se publicó el *Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero (BOE* del 14), que entró en vigor el día 15 (en adelante, el real decreto), por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio.

La ley regula, entre otros asuntos, los aspectos generales del régimen jurídico de acceso a la condición de entidad de crédito, el funcionamiento de sus órganos de gobierno, y los instrumentos supervisores y sancionadores que deben emplear las autoridades.

Por su parte, el real decreto tiene dos objetivos esenciales: por un lado, completar la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva Europea 2013/36, que forma parte del paquete CRR/CRD IV sobre normativa de solvencia de entidades de crédito y por el que se adapta e implementa el Acuerdo de Basilea III al ordenamiento jurídico de la Unión Europea. Por otro, refundir y sistematizar en un solo texto la normativa bancaria española, que se encontraba muy dispersa, adaptándola a los requerimientos derivados de la puesta en marcha —el pasado mes de noviembre— del MUS.

Las novedades más relevantes de esta reforma son las siguientes:

En materia de gobierno corporativo, cabe reseñar las exigencias de idoneidad de los altos cargos (los miembros del consejo de administración, los directores generales o asimilados y los responsables de las funciones de control interno y otros puestos clave para el desarrollo diario de la actividad de la entidad de crédito), que deberán cumplir los

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

requisitos de honorabilidad, conocimientos, experiencia y buen gobierno, ampliamente detallados en el real decreto.

Respecto a la política de remuneraciones, se faculta al Banco de España, entre otros aspectos, para fijar los criterios que permitan que la remuneración variable se reduzca en función de los resultados financieros negativos de las entidades de crédito, o limitar directamente la remuneración variable en forma de porcentaje de los ingresos totales. Estos criterios serán aún más restrictivos en las entidades que hayan percibido apoyo financiero público. Las entidades ofrecerán en su sitio web, de forma clara, comprensible y comparable, la información en materia de gobierno corporativo y remuneraciones prevista en la Ley 10/2014, así como la manera en que cumplen con estas obligaciones.

En relación con la solvencia de las entidades de crédito, se transpone lo regulado en el Reglamento (UE) 575/2013, de 26 de junio, que ya es aplicable desde el 1 de enero de 2014. En concreto, las entidades de crédito deben disponer de un capital ordinario de nivel 1 para satisfacer los requisitos de recursos propios establecidos en el Reglamento (UE) 575/2013, y aquellos otros que, en su caso, pueda exigir el Banco de España, de acuerdo con lo establecido en la Ley 10/2014. Además, deberán cumplir, en todo momento, el requisito combinado de los colchones de capital, entendido como el total del capital de nivel 1 ordinario necesario para satisfacer cada uno de los colchones siguientes: 1) el de conservación de capital; 2) el de capital anticíclico específico; 3) el de capital para entidades de importancia sistémica mundial (EISM); 4) el de capital para otras entidades de importancia sistémica (OEIS), y 5) el colchón contra riesgos sistémicos. En caso de incumplimiento de la normativa de solvencia, se le otorgan al Banco de España poderes y facultades para intervenir en la actividad de la entidad, introduciendo exigencias mayores de capital y provisiones, o restringiendo el reparto de dividendos, entre otras. Si la situación fuera de excepcional gravedad, el Banco de España podría llegar, incluso, a la intervención de la entidad y a la sustitución de sus órganos de gobierno.

En lo concerniente a la supervisión prudencial de las entidades de crédito, el BCE tiene competencias de supervisión directa sobre las entidades más significativas, y el Banco de España sobre las menos significativas, sin perjuicio de la facultad del BCE de decidir en casos específicos la supervisión directa de estas últimas cuando sea necesario para la aplicación coherente de las normas de solvencia y supervisión. Sin perjuicio de ello, el real decreto detalla el contenido de la función supervisora del Banco de España, en su ámbito tanto objetivo como subjetivo, el régimen de colaboración entre las diferentes autoridades de supervisión, y las obligaciones de información y publicidad del Banco de España y las entidades de crédito.

SUPERVISIÓN Y SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.—Se publicó la *Circular 2/2014, de 23 de junio de 2014, de la CNMV (BOE* del 28), sobre el ejercicio de diversas opciones reguladoras en materia de solvencia para las ESI y sus grupos consolidables, contenidas en el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012, que entró en vigor el 29 de junio. Asimismo, se aprovechó para derogar la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre solvencia de las ESI y sus grupos consolidables.

FONDOS DE CAPITAL-RIESGO EUROPEOS: DESARROLLO DE LA NORMATIVA.—Se publicó el *Reglamento de Ejecución (UE) 593/2014 de la Comisión, de 3 de junio de 2014 (DOUE* del 4 de junio), que entró en vigor el 7 de junio, por el que se establecen normas

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

técnicas de ejecución relativas al formato de la notificación con arreglo al artículo 16, apartado 1, del Reglamento (UE) 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los fondos de capital-riesgo europeos.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE SU REGLAMENTO INTERNO.—Se publicó la *Resolución de 27 de junio de 2014 (BOE* del 2 julio), del Consejo de Gobierno del Banco de España, por la que se aprobó la modificación del Reglamento Interno del Banco de España, de 28 de marzo de 2000, cuya entrada en vigor fue el 3 de julio.

En concreto, se amplían las limitaciones de los directores generales para el ejercicio de actividades privadas con posterioridad a su cese, para alinearlas con las establecidas en la normativa general del sector público establecida en la Ley 5/2006, de 10 de abril, de regulación de los conflictos de intereses de los miembros del Gobierno y de los altos cargos de la Administración General del Estado.

Por último, y a efectos organizativos internos, se incluye al secretario general como primer sustituto del subgobernador en los casos de vacante, ausencia o enfermedad, seguido del director general de mayor antigüedad en la categoría, o del de mayor edad. Todo ello, salvo designación expresa del gobernador en otro sentido.

JULIO 2014

MUS: PROCEDIMIENTO UNIFORME PARA LA RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE DETERMINADAS ESI EN LA UNIÓN EUROPEA.—Se publicó el *Reglamento (UE) 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio (DOUE* del 30) (en adelante, el reglamento), por el que se establecieron normas y un procedimiento uniformes para la resolución, en el marco del Mecanismo Único de Resolución (MUR), de entidades de crédito y de las ESI pertenecientes a sus grupos consolidables. También se creó un Fondo Único de Resolución (en adelante, el fondo) y se modifica el Reglamento (UE) 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre, por el que se crea una autoridad europea de supervisión (Autoridad Bancaria Europea). El reglamento entró en vigor el 19 de agosto, y se aplica progresivamente desde el 1 de enero de 2015.

El reglamento establece un procedimiento uniforme para la resolución aplicable a los grupos de entidades de crédito (en adelante, las entidades) establecidas en los Estados miembros participantes del MUS. Este procedimiento será aplicado de forma centralizada por la Junta Única de Resolución (en adelante, la junta), junto con las autoridades nacionales de resolución (ANR) en el marco del MUR, y contará con el respaldo del fondo.

La junta elaborará los planes de resolución tras consultar con el BCE o con las correspondientes ANC y ANR, incluida la autoridad de resolución dentro del grupo. Para ello, podrá exigir, previamente, a las ANR que preparen y le presenten proyectos de planes de resolución —individuales y de grupo— conforme a las directrices e instrucciones que previamente haya emitido la junta a dichas autoridades. Los planes de resolución deberán tener en cuenta los escenarios pertinentes; entre ellos, que la inviabilidad sea de carácter idiosincrásico o que se produzca en un momento de inestabilidad financiera general o en el contexto de factores que afectan a todo el sistema. No presupondrá ayudas financieras públicas extraordinarias, aparte de la utilización del fondo, ni tampoco ayudas en forma de provisión urgente de liquidez del BCN o atendiendo a criterios no convencionales en cuanto a garantías, vencimiento y tipos de interés.

En relación con la resolución de una entidad, deberá ajustarse, entre otros, a determinados principios, como que los accionistas asuman las primeras pérdidas y que los acreedores

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

no sufran más pérdidas que las que habrían sufrido si la entidad hubiera sido liquidada con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios.

Los instrumentos de resolución son los siguientes: 1) la venta del negocio o de grupos de activos y pasivos a un comprador que no sea una entidad puente; 2) la creación de una entidad puente a la que se transmitirán activos, derechos o pasivos de una o de varias entidades objeto de resolución; 3) la segregación de activos de una entidad objeto de resolución a una entidad de gestión de activos (comúnmente conocida como «banco malo»), y 4) la recapitalización interna, por parte de los accionistas y/o acreedores de la entidad, con el objetivo de restaurar su capital en graves dificultades y permitir que siga operando.

Po otra parte, el reglamento crea el fondo como elemento esencial para el funcionamiento adecuado del MUR. La junta será la propietaria del fondo, que lo utilizará exclusivamente con el fin de garantizar la aplicación eficiente de los instrumentos de resolución. En ningún caso, el presupuesto de la Unión Europea o los presupuestos nacionales serán responsables de gastos o pérdidas del fondo.

El fondo deberá ser financiado por las aportaciones de las entidades recaudadas a escala nacional y agruparse en el ámbito de la Unión Europea, de conformidad con un acuerdo intergubernamental sobre la transferencia y progresiva mutualización de dichas aportaciones (en adelante, el acuerdo). Por medio del acuerdo, los Estados miembros participantes asumirán la obligación de transferir al fondo las aportaciones recaudadas a escala nacional. Los recursos disponibles del fondo deberán alcanzar, como mínimo, un 1 % del importe de los depósitos con cobertura de las entidades establecidas en los Estados miembros participantes en el plazo de ocho años, contados a partir del 1 de enero de 2016. A principios de 2016, se transferirán al fondo, como dotación inicial, los importes por cada uno de los sistemas nacionales de resolución durante 2015.

BCE: 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 *Orientación BCE/2014/31, de 9 de julio (DOUE* del 13 de agosto) (en adelante, la orientación), sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía, y por la que también se modificó la Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

La orientación refunde en un solo texto 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, junto con sus modificaciones posteriores relativas a medidas temporales de este tipo, y añade otras nuevas disposiciones. Al igual que en los casos anteriores, dichas medidas deberán aplicarse temporalmente, hasta que el Consejo de Gobierno considere que ya no son necesarias para asegurar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

La novedad más relevante es la posibilidad de que los BCN puedan aceptar determinados valores representativos de deuda a corto plazo, emitidos por sociedades no financieras establecidas en la zona del euro que, aunque no se ajusten a los criterios de selección del Eurosistema para los activos negociables, cumplan determinados criterios y medidas de control de riesgos especificados por el Consejo de Gobierno.

La orientación entró en vigor el 9 de julio de 2014 y se aplica desde el pasado 20 de agosto.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

BCE: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO CON OBJETIVO ESPECÍFICO.—Se publicó la *Decisión BCE/2014/34, de 29 de julio (DOUE* del 29 de agosto), sobre las medidas relativas a las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico *(targeted longer-term refinancing operations,* TLTRO), que entró en vigor el 29 de agosto, cuyos detalles fueron anunciados por el BCE mediante nota de prensa del 3 de julio de 2014.

Las TLTRO son operaciones temporales de provisión de liquidez que se ejecutarán entre 2014 y 2016 mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo. El tipo de interés será igual al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) vigentes en el momento del anuncio de la subasta respecto a la TLTRO correspondiente más un diferencial fijo de 10 puntos básicos[1]. Las TLTRO vivas vencerán el 26 de septiembre de 2018.

El Eurosistema prevé llevar cabo ocho TLTRO con periodicidad trimestral: dos realizadas en 2014 (el 18 de septiembre y el 11 de diciembre); cuatro en 2015 (marzo, junio, septiembre y diciembre) y dos en 2016 (marzo y junio).

Los participantes en las TLTRO a título individual o como entidad principal de un grupo tendrán asignado un límite máximo de préstamo, que se calculará basándose en los datos de los saldos vivos de préstamos admisibles (los concedidos a sociedades no financieras y hogares residentes en Estados miembros cuya moneda es el euro, a excepción de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda) y de la financiación neta admisible (la diferencia entre la financiación bruta de préstamos admisibles y los reembolsos de saldos vivos de préstamos admisibles) al sector privado no financiero (sociedades no financieras y hogares).

Transcurridos 24 meses después de cada TLTRO, los participantes tendrán la opción de reducir o de reembolsar las TLTRO con anterioridad a su vencimiento en las fechas fijadas por el Eurosistema. Para ello bastará con notificar al BCN correspondiente, con una semana de antelación, que pretende hacer un pago mediante el procedimiento de reembolso anticipado. De igual manera, se regula el reembolso anticipado obligatorio, que deberá realizarse en septiembre de 2016 para las entidades que tomen prestados fondos en las TLTRO y cuando la financiación neta admisible no logre alcanzar su valor de referencia a 30 de abril de 2016.

BCE: VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO DE IMPORTANCIA SISTÉMICA.—Se publicaron el *Reglamento (UE) 795/2014 (BCE/2014/28), del 3 de julio (DOUE* del 23), sobre los requisitos de vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica (SIPS, por sus siglas en inglés), que entró en vigor el 12 de agosto (en adelante, el reglamento), y la *Decisión BCE/2014/35, de 13 de agosto (DOUE* del 20), acerca de la identificación de TARGET2 como sistema de pago de importancia sistémica, de conformidad con el Reglamento (UE) 795/2014, que entró en vigor el 20 de agosto.

Un sistema de pago se identificará como SIPS si cumple los requisitos para ser reconocido como sistema en virtud de la Directiva 98/26/CE por un Estado miembro cuya moneda es el euro, o si su operador está establecido en la zona del euro y se cumplen, al menos, dos de los siguientes criterios durante un año natural: 1) que el importe medio total diario de los pagos denominados en euros procesados supere los 10.000 millones de euros; 2) que su cuota de mercado sea, como mínimo, el 15 % del volumen total de pagos deno-

1 Desde la subasta de marzo de 2015, el tipo de interés de la operación es igual al tipo de las OPF, sin que se aplique diferencial sobre aquel.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

minados en euros o el 5 % del volumen total de pagos transfronterizos denominados en euros o el 75 % del volumen total de pagos denominados en euros en un Estado miembro cuya moneda es el euro; 3) que su actividad transfronteriza (derivada de participantes establecidos en un país distinto al del operador del SIPS o de enlaces transfronterizos con otros sistemas de pago) se extienda a cinco países o más, y genere un mínimo del 33 % del volumen total de los pagos denominados en euros procesados por ese SIPS, y 4) que sea utilizado para la liquidación de otras infraestructuras del mercado financiero.

La mayor parte del articulado del reglamento está orientado a regular, fundamentalmente, las funciones del operador del SIPS, que es la entidad jurídicamente responsable de su gestión.

BCE: OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS.—Se publicó el *Reglamento (UE) 756/2014 (BCE/2014/30), de 8 de julio (DOUE* del 12) (en adelante, el reglamento), cuya entrada en vigor fue el 1 de agosto, que modificó el Reglamento (UE) 1072/2013 (BCE/2013/34), sobre las estadísticas de los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias, para adaptarlo a la Orientación BCE/2014/15, de 4 de abril, sobre estadísticas monetarias y financieras.

El reglamento establece el registro apropiado de las renegociaciones de préstamos que tengan lugar en el período de referencia en el que estos se hayan concedido, así como una información exacta del volumen de operaciones nuevas de préstamos renegociados, en el caso de los préstamos de los que aún no se haya dispuesto íntegramente.

TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Resolución de 15 de julio de 2014 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España (BOE* del 19), de modificación de la de 20 de julio de 2007, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España, cuya entrada en vigor fue el 19 de julio, con el fin de adaptarla a la Orientación BCE/2014/25, de 5 de junio, que modifica la Orientación BCE/2012/27, de 5 de diciembre, sobre TARGET2.

Se introduce en el clausulado el concepto de facilidad de depósito, que es la facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, al tipo de interés especificado previamente.

En relación con las cuentas del módulo de pagos y sus subcuentas, conforme a la Orientación BCE/2014/25, serán remuneradas al 0 % o al tipo de la facilidad de depósito en caso de que sea inferior, salvo que se utilicen para mantener reservas mínimas, en cuyo caso el cálculo y el pago de la remuneración de las tenencias de reservas mínimas se regirán por el Reglamento (CE) 2531/1998 del Consejo, de 23 de noviembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el BCE, y por el Reglamento (CE) 1745/2003 del BCE, de 12 de septiembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/2003/9).

SOCIEDADES Y SERVICIOS DE TASACIÓN HOMOLOGADOS.—Se publicó la *CBE 3/2014, de 30 de julio de 2014 (BOE* del 31 de julio), a las entidades de crédito y sociedades y servicios de tasación homologados, por la que se establecieron medidas para fomentar la independencia de la actividad de tasación mediante la modificación de las circulares 7/2010, 3/1998 y 4/2004, y se ejercitaron opciones regulatorias en relación con la deducción de activos intangibles mediante la modificación de la CBE 2/2014. La circular entró en vigor el 31 de julio, salvo las modificaciones que introduce en la CBE 7/2010, cuya entrada en vigor se produjo a los tres meses siguientes.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

A continuación se comentan las novedades más relevantes:

1) Se adoptan medidas para asegurar la independencia profesional de las sociedades de tasación; entre otras, prohibiendo el mantenimiento por parte de las entidades de crédito de participaciones significativas en sociedades de tasación, y haciendo más estrictos los requerimientos de los mecanismos favorecedores de la independencia de estas.

2) Se regula el contenido mínimo del reglamento interno de conducta que deben adoptar tanto las sociedades de tasación como los servicios de tasación, que, entre otros aspectos, incluye las incompatibilidades de sus directivos y órganos de administración, así como las medidas adoptadas al respecto.

3) Finalmente, se incorporan en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, nuevos contenidos, con objeto de, por un lado, unificar todas las menciones al contenido preceptivo de la memoria anual de actividades, especificando el contenido mínimo de la nota a la que se refiere el artículo 29.1 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, y, por otro, completar la implantación de las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 21 de septiembre de 2011, sobre la concesión de préstamos en moneda extranjera.

UNIÓN EUROPEA: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA DE LA LIQUIDACIÓN DE VALORES Y REGULACIÓN DE LOS DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES.—Se publicó el *Reglamento (UE) 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio (DOUE* del 28 de agosto) (en adelante, el reglamento), sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV), y por el que se modificaron las directivas 98/26/CE y 2014/65/UE, y el Reglamento (UE) 236/2012.

El reglamento establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la Unión Europea, así como un conjunto de requisitos comunes para los DCV; en particular, normas de organización y conducta con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura. Además, establece mecanismos de sanción, que deberán ser proporcionales a la magnitud y gravedad de los fallos de liquidación. Dentro de estos mecanismos se incluirán sanciones pecuniarias, que, en la medida de lo posible, se abonarán a los clientes cumplidores en concepto de indemnización, y que no deben, en ningún caso, convertirse en fuente de ingresos para el DCV.

El reglamento entró en vigor el 17 de septiembre, salvo la obligación de representar los valores negociables mediante anotaciones en cuenta, que será aplicable a partir del 1 de enero de 2023 para los emitidos después de esa fecha y a partir del 1 de enero de 2025 para todos los demás ; y la obligación de liquidar los valores negociados en los centros de negociación en una fecha no posterior al segundo día hábil tras la contratación, que es aplicable desde el 1 de enero de 2015 o del 1 de enero del 2016 en caso de que se liquiden en un DCV que externalice alguno de sus servicios a una entidad pública de acuerdo con el reglamento.

ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014 (DOUE* del 28 de agosto), que modificó 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

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones del depositario, las políticas de remuneración y las sanciones. La directiva entró en vigor el 17 de septiembre y será transpuesta por los Estados miembros, a más tardar, el 18 de marzo de 2016.

Los aspectos más relevantes de la norma son los siguientes:

1) Se establece la obligación de que las sociedades gestoras de los OICVM introduzcan, respecto de las categorías de personal cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo de los OICVM que gestionan, políticas y prácticas de remuneración adecuadas a una gestión eficaz y responsable del riesgo. Dichas normas se aplicarán también a las sociedades de inversión que no hayan designado a una sociedad gestora.

2) Se precisa que los OICVM deben designar a un solo depositario responsable de vigilar, en general, sus activos. Se adoptan normas adicionales que definen las tareas y funciones de los depositarios, se determinan las entidades legales que pueden designarse como depositarios, y se aclara la responsabilidad de estos en caso de que se pierdan los activos de los OICVM en custodia o de que los depositarios no ejerzan adecuadamente sus funciones de vigilancia.

CÉDULAS Y BONOS DE INTERNACIONALIZACIÓN.—Se publicó el *Real Decreto 579/2014, de 4 de julio (BOE* del 16 de julio), por el que se desarrollaron determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización (en adelante, el real decreto), que entró en vigor el 17 de julio.

En concreto, se establece la información que deberán contener las cédulas y los bonos de internacionalización, junto con las normas generales de emisión, que se ajustará, sin perjuicio de lo previsto en el real decreto, a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Por otro lado, se regula la forma de cálculo de los límites máximos de las emisiones, así como los mecanismos para restablecer dichos límites cuando sean sobrepasados. Si los límites anteriores se sobrepasan por incrementos de las amortizaciones de los préstamos y créditos afectados o por cualquier otra causa sobrevenida, la entidad emisora deberá restablecer el equilibrio en el menor tiempo posible, mediante la realización de determinadas actuaciones.

Asimismo, se introduce la obligación de que las entidades emisoras de cédulas o bonos de internacionalización lleven un registro contable especial de los préstamos y créditos que sirven de garantía a dichas emisiones, de los activos de sustitución que las respalden y de los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

Finalmente, además del desarrollo de determinados aspectos de las emisiones de cédulas y bonos de internacionalización, se regulan las operaciones de estos títulos en el mercado secundario, así como las competencias de supervisión de la CNMV y del Banco de España.

UNIÓN EUROPEA: NUEVAS DISPOSICIONES APLICABLES A LAS CUENTAS DE PAGO.—Se publicó la *Directiva 2014/92/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

(DOUE del 28 de agosto), sobre la comparabilidad de las comisiones conexas a las cuentas de pago, el traslado de cuentas de pago y el acceso a cuentas de pago básicas. La directiva entró en vigor el 17 de septiembre y deberá ser transpuesta por los Estados miembros antes del 18 de septiembre de 2016.

A continuación se reseñan los aspectos más relevantes.

1) Se establecen normas sobre la transparencia y comparabilidad de las comisiones aplicadas a los consumidores que tengan abiertas cuentas de pago en la Unión Europea; sobre los traslados de cuentas de pago dentro de un Estado miembro, y sobre la apertura de cuentas transfronterizas. También regula un marco de normas y condiciones con arreglo a las cuales los Estados miembros garantizarán el derecho de los consumidores a abrir y utilizar cuentas de pago básicas.

2) Se regula el servicio de traslado entre cuentas de pago denominadas en la misma moneda, concretando los plazos para que el proveedor de servicios de pago receptor solicite al transmisor las operaciones vinculadas a la cuenta de pago, como las órdenes permanentes de transferencia de créditos y las órdenes de domiciliación de adeudos.

3) Se introduce el derecho de abrir y utilizar una cuenta de pago básica en entidades de crédito de los consumidores que residan legalmente en la Unión Europea, incluidos los consumidores que no tengan domicilio fijo, los solicitantes de asilo y los consumidores a los que no se haya concedido un permiso de residencia, pero cuya expulsión sea imposible por razones jurídicas o de hecho.

INFORMACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS.—Se publicó el *Real Decreto 636/2014, de 25 de julio (BOE* del 30), cuya entrada en vigor fue el 31 de julio, por el que se creó la Central de Información Económico-Financiera de las Administraciones Públicas (CIEF), y se reguló la remisión de información por el Banco de España y las entidades financieras al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

La CIEF, conforme lo había previsto la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, proveerá, con carácter público, de información sobre la actividad económico-financiera de las distintas Administraciones Públicas en el portal web del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. La gestión de la CIEF será competencia del órgano adscrito al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas que se establezca en su normativa de desarrollo. Este se encargará, entre otras funciones, de proveer y coordinar la información económico-financiera de las diferentes Administraciones Públicas que deba publicarse a través de la CIEF, y el archivo y custodia de dicha información.

MEDIDAS URGENTES PARA EL CRECIMIENTO, LA COMPETITIVIDAD Y LA EFICIENCIA.—Se publicó el *Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio (BOE* del 5), de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, que entró en vigor el 5 de julio. Más adelante, se publicó la *Ley 18/2014, de 15 de octubre (BOE* del 17), cuya entrada en vigor fue el 17 de octubre, que, además de introducir ciertas precisiones, elevó a rango legal el Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Desde el punto de vista financiero y fiscal, se reseñan a continuación las novedades más relevantes:

1) Se potencian las funciones del Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME) para promover la internacionalización de la actividad de las pymes. De este modo, con cargo al FONPYME podrán tomarse participaciones temporales, minoritarias y directas en fondos de capital expansión o a través de cualesquiera instrumentos participativos con apoyo oficial ya existentes o que se establezcan, y en fondos de inversión privados, que fomenten la internacionalización de la empresa.

2) Se regulan los límites máximos de las tasas de intercambio exigibles en las operaciones de pago que se realicen en terminales de punto de venta situados en España, por medio de tarjeta de débito o de crédito, con independencia del canal de comercialización utilizado, en el que concurran proveedores de servicios de pago establecidos en España.

3) Se establece la obligación a los proveedores de servicios de pago de informar al Banco de España de las tasas de intercambio y de descuento percibidas por los servicios de pago en operaciones con tarjeta. Esta información debe estar disponible no solo en el sitio web del Banco de España, sino que ahora la Ley obliga a que esté también en el del proveedor de los servicios de pago.

4) Se eleva, con efectos desde el 1 de enero de 2014, del 0 % al 0,03 % el impuesto sobre los depósitos en las entidades de crédito.

5) Finalmente, se declaran exentas, salvo alguna excepción, las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto como consecuencia de la dación en pago o de un procedimiento de ejecución hipotecaria que afecte a la vivienda habitual del deudor hipotecario o garante de este, para la cancelación de deudas garantizadas con hipoteca que recaiga sobre ella. En estos casos, también estarán exentas del impuesto sobre el incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana las transmisiones de la vivienda habitual, siempre que sean realizadas por personas físicas.

AGOSTO 2014

No se publicó regulación financiera relevante.

SEPTIEMBRE 2014

BCE: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.—Se publicó la *Decisión BCE/2014/38, de 1 de septiembre (DOUE* del 20 de septiembre), por la que se modificó la Decisión BCE/2013/35, de 26 de septiembre, sobre medidas adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía (en adelante, la decisión), que entró en vigor el 19 de septiembre.

La Decisión BCE/2013/35 refuerza, para los emisores privados, los criterios de admisibilidad de los activos de garantía aportados en las operaciones de crédito del Eurosistema y sus correspondientes recortes de valoración. Así, para determinar el cumplimiento del umbral de calidad crediticia aplicable a los activos negociables, prevalecía la evaluación realizada por una institución externa de evaluación del crédito (ECAI) sobre la emisión, respecto a la calificación formulada sobre el emisor o sobre el avalista. Ahora, la decisión

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

precisa que este criterio no se aplicará a los emisores públicos (administraciones centrales, regionales o locales, agencias y organismos supranacionales), respecto de los cuales la medida de solvencia considerada más adecuada es la calificación del emisor y no la de la emisión.

MEDIDAS URGENTES EN MATERIA CONCURSAL Y EN MATERIA DE REFINANCIACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA EMPRESARIAL.—Se publicó el *Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre (BOE* del 6), de medidas urgentes en materia concursal (en adelante, el real decreto-ley), cuya entrada en vigor fue el 7 de septiembre. Posteriormente, se publicó la *Ley 17/2014, de 30 de septiembre (BOE* del 1 de octubre), cuya entrada en vigor fue el 2 de octubre, por la que se adoptaron medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Esta última norma traslada a la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, el texto del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, que introdujo profundas modificaciones en la citada ley, en especial en la regulación de los acuerdos de refinanciación que podían suscribir las empresas y la extensión de sus términos a los acreedores disidentes.

A continuación se resaltan las novedades más relevantes:

CONVENIO CONCURSAL

1) Se realizan ciertas modificaciones en las propuestas del convenio orientadas a preservar la existencia de la empresa.

2) Se atribuye, por primera vez, derecho de voto en la junta de acreedores a los que adquieran sus créditos con posterioridad a la declaración de concurso.

3) Se modifican los cuórum necesarios para la aceptación de propuestas de convenio sobre los créditos ordinarios. Así, se establecen diferentes mayorías según los términos del citado convenio.

4) Se recogen previsiones análogas a los acuerdos de refinanciación en lo que se refiere a la valoración de las garantías sobre las que recae el privilegio especial. De este modo, el privilegio especial solo alcanzará a la parte del crédito que no exceda del valor de la garantía que conste en la lista de acreedores. La parte del crédito que exceda dicho valor no tendrá privilegio especial y será calificado según su naturaleza.

5) Se introduce la vinculación a los convenios por parte de los acreedores disidentes cuando concurran ciertas mayorías dentro de su misma clase (anteriormente solo quedaban vinculados al contenido del convenio si hubieran votado a favor de la propuesta).

LIQUIDACIÓN CONCURSAL

Se facilita la venta del conjunto de los establecimientos y explotaciones del concursado o de cualesquiera otras unidades productivas con el fin de garantizar, en lo posible, la continuación de la actividad empresarial.

COMUNICACIÓN DE NEGOCIACIONES Y SUSPENSIÓN DE EJECUCIONES

Se permite que la presentación de la comunicación de iniciación de negociaciones para alcanzar acuerdos de refinanciación o acuerdos extrajudiciales de pagos pueda suspender las ejecuciones judiciales de bienes que resulten necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial del deudor durante el plazo de tres meses desde la comunicación al Juzgado. También se permite la suspensión del resto de ejecuciones singulares promovidas por los acreedores financieros, siempre que se justifique que un

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

porcentaje no inferior al 51 % de acreedores de pasivos financieros han apoyado expresamente el inicio de las negociaciones encaminadas a la suscripción del correspondiente acuerdo de refinanciación. Quedan excluidos de la suspensión, en todo caso, los procedimientos que tengan su origen en créditos de derecho público.

ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN

Se amplía el ámbito subjetivo de los acuerdos de refinanciación, extendiéndose la posibilidad de suscribir este acuerdo a todo tipo de acreedores de pasivos financieros[2]. Asimismo, en el caso de acuerdos homologados judicialmente, se posibilita la extensión a los acreedores disidentes o no participantes no solo de las esperas, sino también, cuando concurra el acuerdo de un porcentaje de pasivo superior, de otras medidas, como quitas, capitalización de deuda y cesión de bienes en pago.

BCE: SEPARACIÓN ENTRE LAS FUNCIONES DE POLÍTICA MONETARIA Y SUPERVISIÓN.—Se publicó la *Decisión BCE/2014/39, de 17 de septiembre (DOUE* del 18 de octubre), sobre la aplicación de la separación entre las funciones de política monetaria y de supervisión del BCE, que entró en vigor el 18 de octubre.

Concretamente, la decisión contiene disposiciones que desarrollan la obligación de separar ambas funciones del BCE, en virtud de lo establecido en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomendó al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, en especial en lo que concierne al secreto profesional y al intercambio de información.

En este sentido, están sujetos a la obligación de no revelar información protegida por el secreto profesional: 1) los miembros del Consejo de Supervisión, del Comité Director y de cualquier subestructura establecida por el Consejo de Supervisión; 2) el personal del BCE y el enviado en comisión de servicios por los Estados miembros participantes que ejerzan funciones de supervisión, incluso después de cesar en sus cargos; 3) las personas que tengan acceso a datos amparados por la legislación de la Unión Europea que imponga la obligación del secreto, y 4) las personas que proporcionen cualquier servicio, directa o indirectamente, de forma permanente u ocasional, en relación con las funciones de supervisión.

En relación con el intercambio de información confidencial, el BCE estará sujeto a las normas de gobernanza y procedimiento establecidas para tal fin. En caso de conflicto entre las dos funciones, el acceso a dicha información será determinado por el Comité Ejecutivo, en cumplimiento de lo preceptuado por el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo.

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: DESARROLLO DE LA NORMATIVA.—Se publicaron varios reglamentos delegados de la Comisión Europea, que entraron en vigor el 26 de enero de 2015, que desarrollaron determinados apartados del Reglamento (CE) 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia registradas (ACC), modificado por el Reglamento (UE) 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo.

En concreto, son los siguientes: el *Reglamento Delegado (UE) 2015/1 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 (DOUE* del 6 de enero), que completa el Reglamento (CE) 1060/2009 en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la información

2 Tendrán la consideración de acreedores de pasivos financieros los titulares de cualquier endeudamiento financiero, con independencia de que estén o no sometidos a supervisión financiera. Quedan excluidos de tal concepto los acreedores por operaciones comerciales y los acreedores de derecho público.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

periódica sobre los honorarios cobrados por las ACC a efectos de la supervisión permanente por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM); el *Reglamento Delegado (UE) 2015/2 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 (DOUE* del 6 de enero), por el que se completa el Reglamento (CE) 1060/2009 en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las ACC comunican a la AEMV; y el *Reglamento Delegado (UE) 2015/3 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014 (DOUE* del 6 de enero), que completa el Reglamento (CE) 1060/2009 en lo que atañe a las normas técnicas relativas a los requisitos de información aplicables a los instrumentos de financiación estructurada.

OCTUBRE 2014

BCE: TASAS DE SUPERVISIÓN APLICABLES A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—Se publicó el *Reglamento (UE) 1163/2014 del BCE (BCE/2014/41), de 22 de octubre de 2014 (DOUE* del 31de octubre, con entrada en vigor el pasado 5 de noviembre), sobre las tasas de supervisión aplicables a las entidades de crédito, conforme a lo previsto en el Reglamento (UE) 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. Posteriormente se publicó la *Decisión (UE) 2015/530 (BCE/2015/7), de 11 de febrero de 2015 (DOUE* del 28 de marzo) (en adelante, la decisión), cuya entrada en vigor fue el 29 de marzo, sobre la metodología y los procedimientos para la determinación y recopilación de datos relativos a los factores utilizados para calcular las tasas de supervisión anuales que deben exigirse a las entidades de crédito, conforme a lo ordenado por el Reglamento (UE) 1163/2014 (BCE/2014/41)), de 22 de octubre de 2014, sobre las tasas de supervisión aplicables a las entidades de crédito.

El reglamento establece: 1) las normas para calcular el importe total de las tasas anuales de supervisión que deban imponerse a las entidades y grupos supervisados; 2) la metodología y los criterios de su cálculo, y 3) el procedimiento de cobro por el BCE de las citadas tasas. El importe total de las tasas anuales de supervisión comprenderá la tasa anual de supervisión correspondiente a cada entidad o grupo supervisados y cada uno de los menos significativos, y lo calculará el BCE al máximo nivel de consolidación dentro de los Estados miembros participantes.

Por su parte, la decisión obliga a las entidades a presentar a las ANC los datos relativos a los factores de la tasa, utilizando las plantillas que figuran en los anejos de la decisión. Por otro lado, se especifican la periodicidad y el calendario de dicha presentación, así como los tipos de comprobaciones de calidad que han de efectuar las ANC antes de presentar los factores de la tasa al BCE. Una vez que el BCE finalice las verificaciones correspondientes, los factores de la tasa se aplicarán en el cálculo de las tasas anuales de supervisión.

INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS SUPERVISADAS POR LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV).—Se publicaron varias circulares de la CNMV que actualizaron la información que deben facilitar las entidades que están bajo su supervisión: 1) la *Circular 3/2014, de 22 de octubre (BOE* del 7 de noviembre), que modificó la Circular 1/2010, de 28 de julio, sobre información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión, y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGECR); 2) la *Circular 4/2014, de 27 de octubre (BOE* del 8 de noviembre), que modificó la Circular 1/2007, de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva (IIC) de la Unión Europea, la cual, a su vez, modificó parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea; 3) la *Circular 5/2014, de 27 de octubre (BOE* del 8 de noviembre), que modificó la Circular 5/2008, de 5 de noviembre, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las IIC de la Unión Europea; 4) la *Circular 6/2014, de 27 de octubre (BOE* del 8 de noviembre), que modificó parcialmente la Circular 2/2009, de 25 de marzo, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, y 5) la *Circular 7/2014, de 27 de octubre (BOE* del 8 de noviembre), que modificó la Circular 6/2013, de 25 de septiembre, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de activos bancarios.

COBERTURA DE LIQUIDEZ APLICABLE A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—Se publicó el *Reglamento Delegado (UE) 2015/61 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014 (DOUE* del 17 de enero) (en adelante, el reglamento), cuya entrada en vigor fue el 6 de febrero de 2015, que completó el *Reglamento* (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, en relación con lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito.

La cobertura de liquidez será equivalente a la ratio entre el colchón de liquidez de una entidad de crédito y sus salidas netas de liquidez a lo largo de un período de tensión de 30 días naturales, cuya fórmula se especifica en el reglamento. Las entidades de crédito mantendrán una ratio de cobertura de liquidez mínima del 100 %, de forma que, durante ese período, deberá ser capaz de convertir con rapidez sus activos líquidos en efectivo, sin recurrir a la liquidez de un BCN o a fondos públicos. En caso de que la ratio se sitúe temporalmente por debajo de ese nivel, o se prevea que vaya a ocurrir en algún momento, la entidad lo notificará de inmediato a las ANC, a las que le presentará, sin demoras injustificadas, un plan para restablecer rápidamente su cumplimiento. Hasta tanto no se haya restablecido, la entidad informará diariamente sobre la ejecución del plan, salvo que se autorice una frecuencia de información menor. Simultáneamente, las ANC controlarán la ejecución del plan de restablecimiento y, llegado el caso, podrían exigir un restablecimiento más rápido.

Además, el reglamento especifica, entre otros aspectos, los activos que integran el colchón de liquidez; las salidas netas de liquidez, que serán la suma de las salidas de liquidez menos la suma de las entradas de liquidez, así como los escenarios de tensión a efectos de la ratio de cobertura de liquidez.

RATIO DE APALANCAMIENTO APLICABLE A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A LAS ESI.— Se publicó el *Reglamento Delegado (UE) 2015/62 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014 (DOUE* del 17 de enero), cuya entrada en vigor fue el 18 de enero de 2015, que modificó el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a la ratio de apalancamiento.

Las normas sobre esta ratio fueron revisadas por el Comité de Basilea el 14 de enero de 2014 para corregir las divergencias en la interpretación de las entidades de crédito y de determinadas ESI (en adelante, las entidades) en lo referente a la compensación de la garantía real en las operaciones de financiación de valores y de recompra, añadiendo disposiciones adicionales sobre medición y compensación en relación con las operaciones de recompra y de financiación de valores.

El objetivo del reglamento es la adaptación de las disposiciones del Reglamento (UE) 575/2013 a las normas acordadas por el citado comité para corregir tales divergencias, así

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

como mejorar la comparabilidad de la ratio de apalancamiento divulgada por las entidades, y contribuir a evitar que se induzca a error a los participantes en el mercado en cuanto al apalancamiento real de las entidades.

CONTRIBUCIONES A LOS MECANISMOS DE RESOLUCIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE LAS ESI.—Se publicó, por un lado, el *Reglamento Delegado (UE) 2015/63 de la Comisión, de 21 de octubre de 2014 (DOUE* del 17 de enero), cuya entrada en vigor fue el 6 de febrero de 2015, que completó la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 en lo que respecta a las contribuciones *ex ante* a los mecanismos de financiación de la resolución de las entidades de crédito y de determinadas ESI (en adelante, las entidades). Por otro, se publicó el *Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 del Consejo, de 19 de diciembre de 2014 (DOUE* del 22 de enero), cuya entrada en vigor fue el 23 de enero de 2015, que estableció condiciones uniformes de aplicación del Reglamento (UE) 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio de 2014, en lo que respecta a las aportaciones *ex ante* al Fondo Único de Resolución

El Reglamento Delegado (UE) 2015/63 es de aplicación para todos los Estados miembros, mientras que el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 lo es para los Estados miembros participantes. Dichos Estados son los de la zona del euro y aquellos otros Estados miembros que hayan establecido una cooperación estrecha, conforme al Reglamento 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.

NOVIEMBRE 2014

BCE: MEDIDAS TEMPORALES ADICIONALES RELATIVAS A LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA Y A LA ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA.—Se publicó la *Orientación BCE/2014/46, de 19 de noviembre (DOUE* del 4 de diciembre) (en adelante, la orientación), que modificó la Orientación BCE/2014/31, de 9 de julio de 2014, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía. La orientación entró en vigor el 4 de diciembre, y se aplica desde el día 15 de dicho mes.

De acuerdo con la Orientación BCE/2014/31, a los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por Gobiernos centrales de Estados miembros de la zona del euro que cumplan con un programa de ayuda financiera de la Unión Europea/FMI no se les aplican los umbrales de calidad crediticia del Eurosistema, por lo que son activos de garantía admisibles en las operaciones de crédito del Eurosistema sujetos a un esquema de recortes específico. A la vista de la mejoría generalizada de las condiciones de mercado para los activos negociables griegos, el Consejo de Gobierno del BCE redujo los recortes de valoración aplicables a los instrumentos de renta fija negociables emitidos o plenamente garantizados por la República Helénica.

BCE: ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y FINANCIERAS.—Se publicaron el *Reglamento (UE) 1333/2014 del BCE (BCE/2014/48), de 26 de noviembre de 2014 (DOUE* de 16 de diciembre), relativo a las estadísticas de los mercados monetarios; el *Reglamento (UE) 1374/2014 del BCE (BCE/2014/50), de 28 de noviembre de 2014 (DOUE* de 20 de diciembre), sobre las obligaciones de información estadística de las compañías de seguros, y la *Orientación BCE/2014/15, de 4 de abril de 2014 (DOUE* del 26 de noviembre), que introdujo cambios en la Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto de 2007, sobre las estadísticas monetarias, de instituciones y de mercados financieros.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

A continuación se reseñan las novedades más relevantes.

1) Se regula la obtención de información estadística sobre ciertas operaciones del mercado monetario que se debe suministrar al BCE para facilitar el ejercicio de sus funciones. Esta obligación recae en los agentes informadores, que deberán presentar al BCN del Estado miembro en el que residan, con carácter consolidado, información estadística diaria relativa a las operaciones con instrumentos del mercado monetario, detalladas operación a operación, que figuran en los anejos del Reglamento (UE) 1333/2014.

2) Se regula la obtención de información estadística de las actividades financieras de las compañías de seguros de los Estados miembros de la zona del euro, que resulta necesaria para satisfacer las necesidades de información del BCE en el ejercicio de sus funciones.

3) Se aumenta la información que las IFM de la zona del euro deben facilitar al BCE para elaborar las estadísticas de su balance agregado, así como de los correspondientes agregados monetarios.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA Y ESTADÍSTICA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE LA CIR.—Se publicó la *CBE 5/2014, de 28 de noviembre (BOE* del 23 de diciembre) (en adelante, la circular), por la que se modificaron la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros; la CBE 1/2010, de 27 de enero, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras, y la CBE 1/2013, de 24 de mayo, sobre la CIR. La circular entró en vigor el 31 de diciembre, salvo ciertas disposiciones, para las que se establece un determinado calendario de aplicación que finaliza el 31 de marzo de 2016.

Los principales objetivos de la circular son: 1) incorporar los nuevos requerimientos de información estadística y supervisora que el Banco de España debe facilitar al BCE, conforme a la reciente normativa de la Unión Europea; 2) adaptar el contenido de la información financiera pública y reservada a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados conocidos como FINREP en la normativa europea, y 3) modificar los datos que se deben declarar a la CIR para adaptarlos a los nuevos estados financieros.

ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO E INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 22/2014, de 12 de noviembre (BOE* del 13) (en adelante, la ley), por la que se regularon las entidades de capital-riesgo (ECR), otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) y sus sociedades gestoras (SGEIC), y por la que se modificó la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.

La justificación para revisar el marco normativo anterior es triple: 1) la necesidad de transponer 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 alternativa (GFIA), que introduce, por primera vez, una regulación de este tipo de gestores de fondos; 2) el desarrollo de los reglamentos (UE) 345/2013, sobre los fondos de capital-riesgo europeos, y (UE) 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos, ambos de 17 de abril de 2013. Aun cuando su contenido es de eficacia directa, su reglamentación ha servido para orientar la regulación de una nueva figura: las entidades de capital-riesgo-pyme, y 3) la conveniencia

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

de revisar el régimen del capital-riesgo para fomentar una mayor captación de fondos que permita la financiación de un gran número de empresas de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión.

REFORMA FISCAL Y OTRAS NOVEDADES FINANCIERAS.—Se publicaron la *Ley 26/2014, de 27 de noviembre (BOE* del 28), por la que se modificaron la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF, y el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo; y la *Ley 27/2014, de 27 de noviembre (BOE* del 28), del impuesto sobre sociedades. Ambas leyes, salvo ciertas salvedades, entraron en vigor el 1 de enero de 2015.

Las novedades más destacadas son las siguientes:

1) Se establece una nueva tarifa aplicable a la base liquidable general, en la que se reducen tanto el número de tramos —que pasan de los siete actuales a cinco— como los tipos marginales aplicables en ellos para el año 2015, efectuándose una segunda rebaja de dichos tipos para el ejercicio 2016. Así, el tipo mínimo pasa del 24,75 % al 20 % en 2015, y al 19 % en 2016. El tipo máximo de gravamen pasa del 52 % al 47 % en 2015, y al 45 % en 2016.

2) Se rebaja el límite máximo de reducción de la base imponible por aportaciones y contribuciones a sistemas de previsión social, incluyendo las contribuciones a planes de pensiones, que pasa de 10.000 euros a 8.000 euros por contribuyente.

3) Se establece una nueva tarifa aplicable a la base liquidable del ahorro, en la que se reducen los marginales de cada uno de los tramos, rebaja que, al igual que lo señalado anteriormente, se intensifica para el ejercicio 2016.

4) Se crea un nuevo instrumento dirigido a pequeños inversores, denominado *Plan de Ahorro a Largo Plazo*, cuya especialidad radica en la exención de las rentas generadas por la cuenta de depósito o el seguro de vida a través del cual se canalice dicho ahorro, siempre que se aporten cantidades inferiores a 5.000 euros anuales durante un plazo, al menos, de cinco años.

5) Se rebaja del 40 % al 30 % el porcentaje de reducción aplicable a los rendimientos con período de generación superior a dos años u obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo.

6) Finalmente, se reduce del tipo de gravamen general del impuesto sobre sociedades, que pasa del 30 % al 25 %, aunque se mantiene en el 15 % el tipo de gravamen de las entidades de nueva creación para el primer período impositivo en que obtienen una base imponible positiva y para el siguiente. También continúa el tipo de gravamen del 30 % para las entidades de crédito y aquellas otras entidades que se dedican a la exploración, investigación y explotación de hidrocarburos.

BCE: PROGRAMA DE ADQUISICIONES DE BONOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.—Se publicó la *Decisión (UE) 2015/5 (BCE/2014/45), de 19 de noviembre de 2014 (DOUE* del 6 de enero) (en adelante, la decisión), cuya entrada en vigor fue el 7 de enero, sobre la ejecución del programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Entre los requisitos de los bonos de titulización, además de las exigencias de calidad crediticia establecidas en la norma, cabe reseñar que, al menos, el 90 % de los deudores de los activos que generan los flujos financieros que respaldan a dichos bonos deben estar clasificados como sociedades no financieras del sector privado o personas físicas. Adicionalmente, cuando los deudores de los activos que respaldan a los bonos de titulización se hayan constituido o residan en Grecia o en Chipre, serán de aplicación requisitos especiales.

Antes de adquirir un bono de titulización de activos que cumpla los requisitos de admisibilidad, el BCE llevará a cabo respecto de aquel una evaluación del riesgo de crédito y un ejercicio de diligencia debida.

Finalmente, al amparo de este programa no podrá adquirirse ni mantenerse, en ningún momento, más del 70 % del saldo vivo de un tramo de un bono de titulización admisible (con código ISIN idéntico o fungible). Si el bono se ha constituido en Grecia o en Chipre, el límite será del 30 % del saldo vivo.

DICIEMBRE 2014

BCE: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS RESERVAS MÍNIMAS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—Se publicaron el *Reglamento (UE) 1375/2014 del BCE (BCE/2014/51), de 10 de diciembre (DOUE* del 20), que modificó el Reglamento (CE) 1071/2013, de 24 de septiembre, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias, y el *Reglamento (UE) 1376/2014 del BCE (BCE/2014/52), de 10 de diciembre (DOUE* del 20), que modificó el Reglamento (CE) 1745/2003, de 12 de septiembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas.

Ambos reglamentos, que entraron en vigor el 21 de diciembre, modifican los períodos de mantenimiento de reservas, que pasan de cuatro a seis semanas, como consecuencia de la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de cambiar la frecuencia de sus reuniones sobre política monetaria desde el 1 de enero de 2015, que pasa también de cuatro a seis semanas. Para adaptarse a estos cambios, la base de reservas de las entidades a las que se haya concedido una exención (entidades de tamaño reducido) se calculará para dos períodos de mantenimiento consecutivos (antes eran tres).

BANCO DE ESPAÑA: NORMAS PARA LA LIQUIDACIÓN Y EL PAGO DE LA TASA POR LA REALIZACIÓN DE LA EVALUACIÓN GLOBAL A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—Se publicó la *CBE 6/2014, de 19 de diciembre (BOE* del 29 de diciembre) (en adelante, la circular), por la que se aprobaron normas para la liquidación y el pago de la tasa por la realización de la evaluación global a las entidades de crédito, que entró en vigor el 30 de diciembre.

El objetivo de la circular es el desarrollo de los aspectos necesarios para proceder a la liquidación y pago de la tasa que devengará el Banco de España por las tareas relacionadas con la evaluación global de las entidades de crédito, conforme a lo establecido en la disposición adicional decimonovena de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito. La tasa se devenga una única vez, el 31 de diciembre de 2014, correspondiendo al Banco de España su liquidación y gestión recaudatoria en período voluntario, y a la Agencia Estatal de la Administración Tributaria en período ejecutivo.

MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL.—Se publicó la *Ley 31/2014, de 3 de diciembre (BOE* del 4), cuya entrada en vigor fue el 24 de

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

diciembre, por la que se modificó la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. Las novedades pueden agruparse en dos categorías: las que se refieren a la junta general de accionistas y las que tienen que ver con el consejo de administración, que se comentan sucintamente a continuación.

JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

1) Se amplían sus competencias para deliberar y acordar la política de remuneraciones de los consejeros y las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad, como son la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales.

2) Se refuerzan los llamados «derechos de minoría» en las sociedades cotizadas, de forma que se rebaja del 5 % al 3 % el umbral mínimo de capital social necesario para que los accionistas puedan ejercer sus derechos. Además, los estatutos no podrán exigir la posesión de más de 1.000 acciones para asistir a la junta general (anteriormente no existía dicho límite).

3) Se reforma el tratamiento jurídico de los conflictos de interés, que se hace extensivo a las sociedades anónimas (generalizando el régimen ya previsto para las de responsabilidad limitada).

4) Se mejora el derecho de información de los accionistas, en especial para las sociedades cotizadas, en las que se extiende a cinco días (antes eran siete) el plazo previo a la celebración de la junta general en el que los accionistas pueden ejercitar el derecho de información.

5) Se unifican todos los casos de impugnación de los acuerdos sociales (acuerdos nulos y acuerdos anulables) bajo un régimen general de anulación, para el que se prevé un plazo de caducidad de un año. La única excepción son los acuerdos contrarios al orden público, que se reputan imprescriptibles. En el caso de las sociedades cotizadas, el plazo de caducidad se reduce de un año a tres meses, para que la eficacia y la agilidad especialmente requeridas en la gestión de estas sociedades no se vean afectadas.

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

1) Se atribuye al consejo de administración, como facultades indelegables, aquellas decisiones que se corresponden con el núcleo esencial de la gestión y supervisión. Asimismo, deberá reunirse, al menos, una vez al trimestre, con la finalidad de que mantenga una presencia constante en la vida de la sociedad.

2) Se establece la obligación de los consejeros de asistir personalmente a las sesiones del consejo, se detallan exhaustivamente las facultades indelegables del consejo de administración y se establecen categorías de consejeros, definiendo quiénes son ejecutivos, no ejecutivos, dominicales e independientes.

3) Se regulan el nombramiento y la reelección de consejeros; se definen las diferentes categorías de consejeros y se limita el período máximo de mandato.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2015.—Se publicó la *Ley 36/2014, de 26 de diciembre (BOE* del 30), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2015. Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados:

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1) Se autoriza al ministro de Economía y Competitividad para que durante 2015 incremente el saldo vivo de la deuda del Estado, como máximo, en 49.503 millones de euros con respecto al nivel de primeros de año (72.958 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.

2) Se faculta el Banco de España, de acuerdo con la normativa del BCE, para que pueda encomendar la producción que le corresponde de billetes en euros a una sociedad mercantil de capital público en la que ostente una mayoría de control, cuyo objeto social exclusivo sea la producción de dichos billetes en el ámbito del SEBC. No obstante, hasta el 31 de diciembre de 2017 la Fabrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Fábrica de la Moneda (FNMT) podrá mantener una participación de hasta el 20 % en la sociedad mercantil antes mencionada, y durante dicho período las dos entidades podrán compartir los servicios comunes necesarios para el desarrollo de sus actividades.

3) Se dispone el deber de información del Banco de España a la Comisión de Seguimiento de la Negociación Colectiva de las Empresas Públicas, con carácter previo, tanto del inicio de la negociación de un convenio o acuerdo colectivo como de cualquier propuesta de acuerdo que vaya a ser remitida a la representación de los trabajadores, así como de los convenios o acuerdos alcanzados.

4) Se autoriza al Tesoro, con efectos de 1 de enero de 2015 y vigencia indefinida, a efectuar, mediante operaciones no presupuestarias, los pagos correspondientes a las obligaciones económicas que se deriven de la aplicación de tipos de interés negativos por el Banco de España o en las operaciones de gestión de liquidez a que se refiere el artículo 108.2 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se reducen del 4 % al 3,5 % y del 5 % al 4,375 %, respectivamente.

MEDIDAS DE SOSTENIBILIDAD FINANCIERA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y ENTIDADES LOCALES, Y OTRAS DE CARÁCTER ECONÓMICO.— Se publicó el *Real Decreto-ley 17/2014, de 26 de diciembre (BOE* del 30), de medidas de sostenibilidad financiera de las Comunidades Autónomas y Entidades Locales, y otras de carácter económico, que, excepto alguna salvedad, entró en vigor el 31 de diciembre.

Su objetivo es, por un lado, la puesta en marcha de nuevos mecanismos que permitan compartir los ahorros financieros entre todas las administraciones, priorizar la atención del gasto social, seguir ayudando a las administraciones con mayores dificultades de financiación e impulsar a las que han conseguido superarlas; por otro, la simplificación del número de fondos creados para financiar mecanismos de apoyo a la liquidez, mejorando la eficiencia de su gestión.

Así, se crean el Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas (FFCA) y el Fondo de Financiación a Entidades Locales (FFEL). Estos fondos están estructurados en compartimentos diferenciados para adaptarse a las necesidades financieras de estas administraciones,

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

que tienen la consideración de mecanismo adicional de financiación. También se establece el régimen de integración de los mecanismos ya existentes en los nuevos fondos y se crean compartimentos específicos con condiciones y obligaciones graduadas en virtud de las necesidades financieras que se pretendan cubrir y del grado de cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y períodos de pago a proveedores.

Finalmente, se crea un registro electrónico de convenios entre Comunidades Autónomas y Entidades Locales, en el que deberá recogerse información de los convenios suscritos entre ellas que impliquen obligaciones financieras o compromisos de pago a cargo de las Comunidades Autónomas, siendo el interventor local el responsable de aportar esa información. Además, se prevé también cuál es el contenido mínimo que deberá incluirse en dicho registro.

BCE: CREACIÓN DEL COMITÉ DEONTOLÓGICO.—Se publicó la *Decisión (UE) 2015/433 (BCE/2014/59), de 17 de diciembre de 2014 (DOUE* del 14 de marzo) (en adelante, la decisión), que entró en vigor el 15 de marzo, sobre el establecimiento de un comité deontológico y su reglamento interno.

La decisión crea el Comité Deontológico, que estará formado por tres miembros externos, al menos uno de los cuales será miembro externo del Comité de Auditoría. Los miembros del Comité Deontológico serán personas de excelente reputación de los Estados miembros, cuya independencia esté fuera de duda, y que comprendan perfectamente los objetivos, funciones y gobierno del BCE, del SEBC, del Eurosistema y del MUS. No podrán pertenecer al personal del BCE ni ser miembros de los órganos que participan en los procesos de toma de decisiones del BCE, de los BCN o de las ANC.

El Comité Deontológico proporcionará asesoramiento en cuestiones deontológicas en respuesta a solicitudes concretas en relación con los actos jurídicos que adopte el BCE. Asumirá las funciones asignadas al asesor en cuestiones deontológicas, nombrado conforme al código de conducta de los miembros del Consejo de Gobierno, y las funciones asignadas al responsable de asuntos éticos del BCE, conforme al código suplementario de criterios éticos aplicables a los miembros del Comité Ejecutivo. Igualmente, informará al Comité de Auditoría del asesoramiento proporcionado y de la medida en que este se haya puesto en práctica. Finalmente, podrá llevar a cabo otras actividades relacionadas con su mandato a solicitud del Consejo de Gobierno, y presentará a este un informe anual sobre su labor.

ENERO 2015

BCE: COMPETENCIAS PARA IMPONER SANCIONES.—Se publicó el *Reglamento (UE) 2015/159 del Consejo, de 27 de enero de 2015 (DOUE* del 3 de febrero) (en adelante, el reglamento), cuya entrada en vigor fue el 4 de febrero, que modificó el Reglamento (CE) 2532/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre las competencias del BCE para imponer sanciones.

El objetivo del reglamento es adecuar el Reglamento (CE) 2532/98 en lo que respecta a la imposición de sanciones por el BCE en caso de incumplimiento de su normativa relacionada con sus funciones de supervisión prudencial de las entidades de crédito, asignadas por el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013. Asimismo, se establecen normas específicas sobre los límites de las multas y pagos periódicos coercitivos que puede imponer el BCE en el ejercicio de estas funciones.

BCE: ACCESO PÚBLICO A SU DOCUMENTACIÓN.—Se publicó la *Decisión (UE) 2015/529 (BCE/2015/1), de 21 de enero de 2015 (DOUE* del 28 de marzo) (en adelante, la decisión),

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

cuya entrada en vigor fue el 29 de marzo, por la que se modificó la Decisión BCE/2004/3, de 4 de marzo de 2004, relativa al acceso público a los documentos del BCE, es decir, a los documentos que el BCE expida o tenga en su poder en el desempeño de sus tareas.

Como consecuencia del Reglamento (UE) 1024/2013, la decisión amplía las facultades del BCE en virtud de las cuales podrá denegar el acceso público a su documentación si su divulgación perjudica la protección del interés público en relación con: 1) la política de la Unión Europea o de los Estados miembros respecto de la supervisión prudencial de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras; 2) los fines de las inspecciones en materia de supervisión, y 3) la solidez y la seguridad de las infraestructuras del mercado financiero, de los sistemas de pago o de los proveedores de servicios de pago.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2015 Y ENERO DE 2016.— Se publicaron la *Orden ECC/4/2015, de 13 de enero (BOE* del 14), por la que se dispuso la creación de deuda del Estado durante 2015 y enero de 2016, y se recogen las CAC, y las *resoluciones de 19 y de 20 de enero de 2015*, del Tesoro *(BOE* del 20 y del 21, respectivamente), por las que se dispusieron determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publicaron los calendarios de subastas para este año y el mes de enero siguiente. La orden entró en vigor el 14 de enero, y las resoluciones, el 19 y el 20 de enero, respectivamente.

Al igual que en la Orden ECC/1/2014, de 2 de enero, se recogen las 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; entre ellas, el de emisión mediante sindicación, que consiste en la cesión de parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a varias entidades financieras que aseguren su colocación. Dado el uso de esta técnica en los últimos años, el Tesoro regula el procedimiento que se debe seguir en estas operaciones, que será por regla general el siguiente: 1) se podrán emitir nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes; 2) el Tesoro seleccionará a las entidades financieras participantes, atendiendo a criterios financieros, de capacidad comercial o de potenciación de los mercados de deuda, otorgándoles un mandato para liderar la emisión; 3) el precio de emisión, así como otras características de la emisión, incluyendo el cupón o la fecha de vencimiento, se determinarán por el Tesoro, previa consulta con las entidades seleccionadas; 4) el Tesoro informará a las entidades seleccionadas de su deber de respetar la confidencialidad en todas las fases del proceso de emisión, y 5) las entidades seleccionadas buscarán inversores para cubrir la emisión, y tendrán también la posibilidad de presentar peticiones para su propia cartera. En caso de que la demanda supere el volumen previsto de emisión, las entidades seleccionadas formularán una propuesta de distribución de la emisión al Tesoro. Este valorará la adecuación de la distribución propuesta por las entidades financieras seleccionadas, y podrá realizar modificaciones para mejorar la distribución de la emisión, lograr una mayor diversificación de inversores o mejorar el comportamiento de la emisión en el mercado secundario tras la emisión.

Finalmente, en cuanto a las subastas, mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2014.

FEBRERO 2015

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO.— Se publicó el *Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero (BOE* del 14) (en adelante, el real decreto), cuya entrada en vigor fue el 15 de febrero, que modificó el Real Decreto

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.

Los objetivos del real decreto son, entre otros: 1) completar la transposición de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), ya iniciada con la Ley 22/2014, de 12 de noviembre; 2) integrar la regulación reglamentaria relativa al depositario, mejorándola en términos de consistencia, sistemática y respeto al reglamento delegado de aplicación, y 3) incorporar al ordenamiento español diferentes aspectos que reflejan la permanente evolución y desarrollo del mercado de inversión colectiva en España.

MECANISMO DE SEGUNDA OPORTUNIDAD, REDUCCIÓN DE CARGA FINANCIERA Y OTRAS MEDIDAS DE ORDEN SOCIAL.—Se publicó el *Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero (BOE* del 28) (en lo sucesivo, real decreto-ley), cuya entrada en vigor fue el 1 de marzo, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, las novedades del real decreto-ley son las siguientes:

1) Se establece una mayor flexibilización del régimen vigente relativo al acuerdo extrajudicial de pagos, asimilándolo al establecido para los acuerdos de refinanciación homologables judicialmente, regulados en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Asimismo, se amplía su ámbito de aplicación a las personas físicas que no tengan la condición de empresarios, regulándose además un procedimiento simplificado.

2) Se regulan las funciones y la retribución del mediador concursal; en particular, su remuneración dependerá del tipo de deudor, de su pasivo y activo, y del éxito alcanzado en la mediación.

3) Se instaura un régimen de exoneración de deudas para los deudores que sean personas físicas en el marco del procedimiento concursal, que tiene dos pilares fundamentales: que el deudor sea de buena fe y que se liquide previamente su patrimonio o que se declare la conclusión del concurso por insuficiencia de masa.

4) Finalmente, se introducen ciertas modificaciones en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos.

5) Se modifica la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, con el fin de ampliar de dos a cuatro años la suspensión de lanzamientos cuando en un proceso judicial o extrajudicial de ejecución hipotecaria se hubiera adjudicado al acreedor, o a persona que actúe por su cuenta, la vivienda habitual de personas que se encuentren en los supuestos de especial vulnerabilidad y en las circunstancias económicas previstas en la citada ley.

6) Finalmente, se declaran exentas en el IRPF las rentas percibidas por los deudores que se pongan de manifiesto como consecuencia de quitas y daciones en

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

pago de deudas fijadas en: 1) un convenio aprobado judicialmente; 2) un acuerdo de refinanciación judicialmente homologado; 3) un acuerdo extrajudicial de pagos, o 4) como consecuencia de exoneraciones del pasivo insatisfecho, siempre y cuando las deudas no deriven del ejercicio de actividades económicas.

MARZO 2015

BCE: PRESENTACIÓN DE INFORMACIÓN FINANCIERA CON FINES DE SUPERVISIÓN.—Se publicó el *Reglamento (UE) 2015/534 (BCE/2015/13), de 17 de marzo de 2015 (DOUE* del 31 de marzo) (en adelante, el reglamento), cuya entrada en vigor fue el 1 de abril, sobre la presentación de información financiera con fines de supervisión.

El reglamento forma parte de un conjunto de disposiciones del BCE que desarrollan determinados aspectos de la normativa del MUS, recogida en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre (conocido como Reglamento del MUS), y en el Reglamento (UE) 468/2014 del BCE, de 16 de abril, que establece el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las ANC (conocido como Reglamento Marco del MUS), en relación con la presentación de información financiera con fines de supervisión que las entidades supervisadas deben facilitar a las ANC.

El reglamento complementa la Decisión BCE/2014/29, de 2 de julio de 2014, sobre la presentación al BCE de los datos de supervisión transmitidos por las entidades supervisadas, conforme al Reglamento de Ejecución (UE) 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril. En concreto, determina la información financiera con fines de supervisión que deben presentar a las ANC las entidades supervisadas y sus grupos.

BCE: INFORMACIÓN ESTADÍSTICA.—Se publicaron dos disposiciones: el *Reglamento (UE) 2015/373 del Consejo, de 5 de marzo (DOUE* del 7 de marzo) (en adelante, el reglamento), cuya entrada en vigor fue el 8 de marzo, que introdujo ciertas modificaciones en el Reglamento (CE) 2533/98 del Consejo, de 23 de noviembre de 1998, sobre la obtención de información estadística por el BCE, y la *Decisión (UE) 2015/32 (BCE/2014/62), de 29 de diciembre de 2014 (DOUE* del 9 de enero) (en adelante, la decisión), cuya entrada en vigor fue el 9 de enero, acerca de las exenciones que pueden concederse en virtud del Reglamento (UE) 1073/2013, de 18 de octubre de 2013, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

El reglamento introduce determinados cambios en la obtención de información estadística derivados de las tareas atribuidas al BCE en materia de supervisión prudencial de las entidades de crédito, conforme a lo regulado en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013. En concreto, cuando se transmita o se reciba información estadística confidencial de las autoridades u organismos de los Estados miembros y de la Unión Europea encargados de la supervisión de las instituciones, mercados e infraestructuras financieros o de la estabilidad del sistema financiero, se adoptarán todas las medidas reglamentarias, administrativas, técnicas y organizativas necesarias para garantizar la protección física y lógica de la información estadística confidencial.

Por su parte, la decisión recoge expresamente las diferentes categorías de fondos de cada uno de los Estados miembros a los que se les puede conceder una exención a las exigencias de presentación de información estadística sobre sus activos y pasivos, en los términos previstos en el Reglamento (UE) 1073/2013.

BANCO DE ESPAÑA: TASAS DE DESCUENTO Y DE INTERCAMBIO PERCIBIDAS POR LOS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE PAGO.—Se publicó la *CBE 1/2015, de 24 de*

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

marzo (BOE del 30) (en adelante, la circular), cuya entrada en vigor fue el 31 de marzo, dirigida a los proveedores de servicios de pago, sobre información de las tasas de descuento y de intercambio percibidas.

La circular tiene como objetivo determinar el contenido y otros aspectos relacionados con las obligaciones de información de las entidades que actúen como proveedores de servicios de pago (en adelante, las entidades) respecto de las tasas de intercambio y de descuento percibidas en las operaciones que se realicen en terminales de punto de venta situados en España, por medio de tarjeta de débito o de crédito, de acuerdo con lo requerido por la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficacia.

Dichas entidades deberán enviar trimestralmente al Banco de España los estados de información sobre tasas de intercambio y descuento (en adelante, estados TID), en los formatos que se incluyen en el anejo de la circular.

El Banco de España publicará en su sitio web, de forma individualizada e identificando a la entidad que actúe como proveedor de servicios de pago, parte de la información recibida trimestralmente de los estados TID, exceptuando la relativa al número y al importe de las operaciones de pago realizadas en cada trimestre natural, así como al importe de las tasas percibidas. Adicionalmente, publicará de forma agregada toda la información recibida trimestralmente de las entidades en los estados TID, excepto la relativa a las tasas de descuento percibidas en los sistemas de tarjetas de pago tripartitos.

Igualmente, las entidades publicarán en su sitio web toda la información recogida en los estados TID sobre las operaciones realizadas en cada trimestre natural para los diferentes perfiles de tarjetas y actividad del beneficiario, excepto la relativa al número y al importe de las operaciones de pago, así como al importe de las tasas percibidas.

DESINDEXACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.—Se publicó la *Ley 2/2015, de 30 de marzo (BOE* del 31) (en adelante, la ley), cuya entrada en vigor fue el 1 de abril, de desindexación de la economía española. Su objetivo es el establecimiento de un régimen basado en que los valores monetarios no sean revisados en virtud de índices de precios o fórmulas que lo contengan, salvo los casos previstos al efecto en los que tal revisión sea indispensable.

La ley se aplicará a: 1) las revisiones de cualquier valor monetario en cuya determinación intervenga el sector público, que abarca la totalidad de los conceptos que son objeto de revisión en la legislación vigente, incluyendo, entre otros, precios de contratos públicos, tasas, precios y tarifas regulados, subvenciones, prestaciones, ayudas, multas y sanciones o valores referenciales, y 2) las revisiones periódicas o no periódicas de rentas de arrendamientos rústicos y urbanos, contraprestaciones de arrendamientos de servicios, suministros y rentas vitalicias o valores monetarios en cualquier otro contrato celebrado entre particulares.

Quedan excluidos del ámbito de la ley: 1) la negociación salarial colectiva; 2) las revisiones, revalorizaciones o actualizaciones previstas para las pensiones, y 3) los instrumentos financieros contemplados en la Ley 24/1988, de 28 de julio, como son los valores negociables y los derivados.

30.4.2015.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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 internas de gestión de activos y pasivos, y límites a la remuneración de los depósitos	20.2.2014 5.6.2014	Jul-Ago 2014
BCE: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	12.3.2014 14.5.2014	Jul-Ago 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	9.7.2014	Oct 2014
BCE: operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico	29.7.2014	Oct 2014
BCE: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria	1.9.2014	Oct 2014
BCE: medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía	19.11.2014	Ene 2015
BCE: programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos	19.11.2014	Abr 2015
BCE: modificación de la normativa de las reservas mínimas de las entidades de crédito	10.12.2014	Ene 2015
b) Supervisión prudencial de las entidades de crédito		
BCE: marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS)	16.4.2014	Jul-Ago 2014
BCE: competencias para imponer sanciones como banco central	16.4.2014	Jul-Ago 2014
BCE: Reglamento Interno del Consejo de Supervisión y del Comité Administrativo de Revisión	14.4.2014	Jul-Ago 2014
BCE: separación entre las funciones de política monetaria y supervisión	17.9.2014	Ene 2015
BCE: tasas de supervisión aplicables a las entidades de crédito	22.10.2014 11.2.2015	Ene 2015 Abr 2015
Banco de España: normas para la liquidación y el pago de la tasa por la realización de la evaluación global a las entidades de crédito	19.12.2014	Ene 2015
BCE: competencias para imponer sanciones	27.1.2015	Abr 2015
BCE: presentación de información financiera con fines de supervisión	17.3.2015	Abr 2015
c) Sistemas de pagos y gestión de reservas		
BCE: vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica	3.7.2014	Oct 2014
TARGET2: actualización de la normativa	15.7.2014	Oct 2014
d) Información estadística		
SEBC: recopilación de datos granulares de crédito	24.2.2014	Jul-Ago 2014
BCE: obligaciones de información estadística de las instituciones financieras monetarias	8.7.2014	Oct 2014
BCE: estadísticas monetarias y financieras	4.4.2014 26.11.2014 28.11.2014	Ene 2015
Banco de España: modificación de la normativa de la información financiera y estadística de las entidades de crédito y de la CIR	28.11.2014	Ene 2015
BCE: información estadística	5.3.2015	Abr 2015
e) Otras áreas		
BCE: modificación de su reglamento interno	22.1.2014	Abr 2014
Banco de España: modificación de su reglamento interno	27.6.2014	Oct 2014
BCE: creación del Comité Deontológico	17.12.2014	Abr 2015
BCE: acceso público a su documentación	21.1.2015	Abr 2015

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Materias	Fecha de la norma	*Boletín Económico*
2 Insituciones financieras		
a) Entidades de crédito y entidades de servicios de inversión (ESI)		
Modificación de la normativa contable de las entidades de crédito y de la Central de Información de Riesgos	31.1.2014	Abr 2014
Supervisión y solvencia de las entidades de crédito	31.1.2014	Abr 2014
Entidades que prestan servicios de inversión: requisitos de organización interna y funciones de control	26.2.2014	Jul-Ago 2014
Normas específicas aplicables a los fondos propios de las entidades financieras	12.3.2014 13.3.2014 3.6.2014 4.6.2014	Jul-Ago 2014
Sistemas de garantía de depósitos	16.4.2014	Jul-Ago 2014
Reestructuración y resolución de entidades de crédito y de ESI	15.5.2014	Jul-Ago 2014
Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito que dirigen su actividad	26.6.2014 13.2.2015	Jul-Ago 2014 Abr 2015
Supervisión y solvencia de las ESI	23.6.2014	Jul-Ago 2014
Procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas ESI en la Unión Europea	15.7.2014	Oct 2014
Información de las entidades financieras supervisadas por la CNMV	22.10.2014 27.10.2014	Ene 2015
Cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito	10.10.2014	Abr 2015
Ratio de apalancamiento aplicable a las entidades de crédito y a las ESI	10.10.2014	Abr 2015
Contribuciones a los mecanismos de resolución de las entidades de crédito y de las ESI	21.10.2014 19.12.2014	Abr 2015
b) Entidades de capital-riesgo (ECR) e instituciones de inversión colectiva (IIC)		
Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios: modificación de la normativa	23.7.2014	Oct 2014
ECR e IIC: modificación de la normativa	12.11.2014	Ene 2015
IIC: modificación del reglamento	13.2.2015	Abr 2015
c) Otras instituciones		
Sareb: atribución de entidad colaboradora de los planes estatales de vivienda	28.2.2014	Abr 2014
Adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras a la normativa de la Unión Europea	29.4.2014 16.6.2014	Jul-Ago 2014 Oct 2014
Fondos de capital-riesgo europeos: desarrollo de la normativa	3.6.2014	Jul-Ago 2014
Sociedades y servicios de tasación homologados	30.7.2014	Oct 2014
Tasas de descuento y de intercambio percibidas por los proveedores de servicios de pago	24.3.2015	Abr 2015
3 Mercado de valores		
a) Mercado de deuda pública		
Creadores de mercado de la deuda del Estado: nueva normativa	14.1.2014	Abr 2014
Condiciones de emisión durante 2014 y enero de 2015	2.1.2014 20.1.2014 23.1.2014	Abr 2014
Condiciones de emisión durante 2015 y enero de 2016	13.1.2015 19.1.2015 20.1.2015	Abr 2015
b) Mercados de valores privados		
Nueva normativa sobre el abuso de mercado	16.4.2014	Jul-Ago 2014
Mercados de instrumentos financieros	15.5.2014	Jul-Ago 2014
Actualización de la normativa de la liquidación de valores y regulación de los depositarios centrales de valores	23.7.2014	Oct 2014
Cédulas y bonos de internacionalización	4.7.2014	Oct 2014
Agencias de calificación crediticia: desarrollo de la normativa	30.9.2014	Abr 2015

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

Materias	Fecha de la norma	*Boletín Económico*
4 Otra legislación financiera de la Unión Europea		
Contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial	4.2.2014	Abr 2014
Normativa europea sobre la fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses	24.3.2014	Jul-Ago 2014
Nuevas disposiciones aplicables a las cuentas de pago	23.7.2014	Oct 2014
5 Otras materias		
Medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial	7.3.2014	Abr 2014
Defensa de los consumidores y usuarios: modificación de su normativa	27.3.2014	Abr 2014
Prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo	5.5.2014	Jul-Ago 2014
Información económico-financiera de las Administraciones Públicas	25.7.2014	Oct 2014
Medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia	4.7.2014 15.10.2014	Oct 2014 Ene 2015
Medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial	5.9.2014 30.9.2014	Oct 2014 Ene 2015
Reforma fiscal y otras novedades financieras	27.11.2014	Ene 2015
Mejora del gobierno corporativo de las sociedades de capital	3.12.2014	Ene 2015
Presupuestos Generales del Estado para 2015	26.12.2014	Ene 2015
Medidas de sostenibilidad financiera de las Comunidades Autónomas y Entidades Locales, y otras de carácter económico	26.12.2014	Ene 2015
Mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social	27.2.2015	Abr 2015
Desindexación de la economía española	30.3.2015	Abr 2015

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web 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
SECRETARIA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Rosa María Sánchez-Yebra
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Lourdes Centeno
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	José Luis Malo de Molina Javier Alonso Manuel Labrado Julio Durán Mariano Herrera
SECRETARIO *(Con voz y sin voto)*	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	Mariano Serrano

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Ángel Luis López Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	José Luis Malo de Molina Javier Alonso Manuel Labrado Julio Durán Mariano Herrera
SECRETARIO *(Con voz y sin voto)*	Francisco Javier Priego

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página
web del Banco de España

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

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, 2015
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

EMBARGADO
Hasta su publicación en la página web del Banco de España

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBE	Circular del Banco de España
CE	Comisión Europea
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
EFC	Establecimientos financieros de crédito
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día *(Euro Overnight Index Average)*
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros *(Euro Interbank Offered Rate)*
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FEP	Fondo Europeo de Pesca
FFPP	Fondos de Pensiones
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico-Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del Mundo
Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

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 (kuna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
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.